

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění společnosti s ručením omezeným

Valuation of limited liability company

Student: Bc. Karin Kurovská

Vedoucí diplomové práce: Ing. Jiří Valecký

Ostrava 2010

Zadání diplomové práce

Student: Bc. Karin Kurovská
Studijní program: Hospodářská politika a správa
Studijní obor: Finance
Téma: Ocenění společnosti s ručením omezeným
Valuation of limited liability company

1. Úvod
2. Metodologie oceňování podniku
3. Charakteristika a finanční plán firmy
4. Stanovení hodnoty společnosti
5. Závěr
Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
SCHOLLEOVÁ, Hana. Hodnota flexibility: reálné opce. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2007. 171 s. ISBN 978-80-7179-735-7.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Jiří Valecký

Datum zadání: 20. listopadu 2009

Datum odevzdání: 30. dubna 2010

Ing. Iveta Ratmanová
vedoucí katedry

prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne.....

Podpis.....

OBSAH

ÚVOD.....	3
2 METODOLOGIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	5
2.1 Teoretický základ	5
2.1.1 Strategická analýza	6
2.1.2 Finanční analýza	7
2.1.2.1 Likvidita	8
2.1.2.2 Rentabilita	9
2.1.2.3 Zadluženost.....	11
2.1.2.4 Aktivita	12
2.1.2.5 Altmanův bankrotní model.....	13
2.1.3 Finanční plán	14
2.2 Úvod do metodologie oceňování.....	15
2.2.1 Metody diskontovaných peněžních toků.....	16
2.2.1.1 Stanovení finančních toků	20
2.2.1.2 Náklad kapitálu	21
2.2.2 Metoda EVA.....	25
2.2.2.1 Stanovení NOPAT	26
2.2.2.2 Stanovení NOA.....	27
3 CHARAKTERISTIKA A FINANČNÍ PLÁN FIRMY	29
3.1 Představení společnosti.....	29
3.2 Analýza společnosti.....	30
3.2.1 Strategická analýza	31
3.2.2. Finanční analýza	36
3.2.3 SWOT analýza společnosti	42
3.3 Finanční plán	44
3.3.1 Plán rozvahy	45
3.3.2 Plán výkazu zisku a ztráty	46
3.3.3 Plán výkazu o peněžních tocích.....	49
4 STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI	50
4.1 Účetní hodnota	50
4.2 Ocenění na bázi DCF-Equity	50

4.2.1 Stanovení finančních toků společnosti.....	50
4.2.2 Stanovení nákladu kapitálu společnosti	51
4.2.3 Stanovení hodnoty společnosti na bázi DCF-Equity	55
4.3 Ocenění na bázi EVA-Equity	56
4.3.1 Stanovení NOA.....	56
4.3.2 Stanovení NOPAT	57
4.3.3 Stanovení hodnoty společnosti na bázi EVA-Equity.....	58
4.4 Srovnání výsledků	59
ZÁVĚR.....	61
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	64
SEZNAM ZKRATEK.....	66
SEZNAM PŘÍLOH	70

ÚVOD

Oceňování podniku je vedle dalších ne méně důležitých problematik významnou oblastí finančního řízení firmy. Problematika oceňování podniku má za cíl stanovit hodnotu podniku, a to na úrovni vlastníka nebo na úrovni celého podniku.

Význam oceňování v České republice se znovu zvýšil s transformací ekonomiky a s vytvořením a rozvíjením se kapitálového trhu českého státu. V době centrálního plánování, v době neexistence tržního hospodářství se vše oceňovalo účetně a nebral se ohled na tržní prvky, které v době před transformací v České republice neexistovaly. V dnešní době se do metodik oceňování vedle účetního přístupu dostává tržní přístup, který přináší vedle respektování faktoru času a rizika i prvky kapitálového trhu.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. k 1. lednu 2009, a to pomocí metody diskontovaných peněžních prostředků a metody ekonomické přidané hodnoty. Výsledkem práce bude srovnání hodnot vlastního kapitálu podniku na základě použitých oceňovacích metod s hodnotou účetní.

Diplomová práce je rozdělena na pět kapitol. První kapitola je tvořena úvodem.

Druhá kapitola je věnována teoretickému základu, konkrétně důvodům oceňování, rozdílu mezi cenou a hodnotou při oceňování, postupu oceňování, strategické a finanční analýze, finančnímu plánu a metodice oceňování s detailnějším vysvětlením metody diskontovaných peněžních prostředků a metody ekonomické přidané hodnoty, jež jsou pro tuto práci stěžejními.

Oceňovaná společnost je představena ve třetí kapitole. Společnost je dále analyzována pomocí finanční, strategické a SWOT analýzy. Pomocí finanční analýzy jsou rozebírány účetní výkazy za posledních pět let, konkrétně za roky 2004 až 2008 v rozsahu nezbytně nutném pro stanovení finančního zdraví oceňované společnosti a pro predikci dalšího vývoje firmy. Strategická analýza se věnuje analýze makroprostředí a mikroprostředí vč. stanovení podílu společnosti na relevantním trhu a předpokládaný růst tohoto trhu. SWOT analýza shrnuje výsledky finanční a strategické analýzy, které doplňuje o další silné a slabé stránky a přednosti a ohrožení, jež nejsou zachyceny v předešlých analýzách. Výsledkem třetí kapitoly je sestavení finančního plánu na roky 2009 až 2012 dle historických dat a výsledků analýz, a to v podobě plánu rozvahy, plánu výkazu zisku a ztráty a plánu výkazu o peněžních tocích.

Samotným oceněním společnosti se zabývá čtvrtá kapitola. Hodnota vlastního kapitálu společnosti je určena majetkovou metodou, konkrétně na bázi účetní hodnoty, metodou diskontovaných peněžních prostředků a metodou ekonomické přidané hodnoty. Poslední dvě metody jsou stanovovány dvoufázově, a to na úrovni Equity. Výsledkem kapitoly je srovnání výsledků předešlých metod a vážené zprůměrování výsledné hodnoty vlastního kapitálu k 1. lednu 2009.

Poslední kapitola představuje závěr diplomové práce, který shrnuje veškeré důležité data, na něž se přišlo a k nimž se došlo při oceňování společnosti MONTYCON gastro, s.r.o.

2 METODOLOGIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Podnik lze chápat jako společnost zapsanou v obchodním rejstříku, ale i jako zboží či statek, který má na trhu svou hodnotu. Cílem problematiky oceňování podniku je stanovit za pomoci metod oceňování podniku tržní hodnotu. Hodnotu, za kterou jsou kupující ochotni podnik koupit a prodávající prodat, aniž by kterákoliv skupina na obchodu prodělala.

Kapitola je rozdělena na dvě hlavní podkapitoly. V první jsou uvedeny důvody ocenění, je nastíněn postup oceňování, je zde vysvětlena strategická, finanční a SWOT analýza a je zde také nastíněna problematika finančního plánu. Druhá podkapitola se věnuje členění metod vč. jejich vysvětlení. Teoretická část je zpracovávána z následujících zdrojů: Brabenec (2008), Dluhošová (2008), Mařík (2005), Mařík (2008).

2.1 Teoretický základ

Tak jako v životě prvně je příčina a až pak je důsledek. Podobně je na tom oceňování. Prvně musí existovat důvod pro ocenění podniku a až pak se přechází k samotné realizaci, k oceňování. Důvody mohou být různé, např. prodej či nákup podniku, popř. jeho části, vklad do vznikající společnosti, rozdělení či fúze podniků, plánovaná emise akcií, uvádění podniku na kapitálový trh, poskytnutí úvěru, náhrada za vyvlastnění, ocenění za účelem pojištění, restrukturalizace podniku za účelem maximalizace jeho hodnoty, hodnocení spěšnosti práce managementu společnosti, dále rozhodování o sanaci či likvidaci společnosti a další. Důvodů stanovení hodnoty firmy, jak již bylo uvedeno, je celá řada.

Pro problematiku oceňování je důležité uvědomit si rozdíl mezi cenou a hodnotou. Cena je částka, na které se kupující s prodávajícím dohodne. Je to částka, za kterou dochází ke směně. Cenu ovlivňuje nálada na trhu, fáze vývoje ekonomiky, psychologické aspekty i strategie obchodníků. Hodnotu takové faktory neovlivňují. Hodnota je odvozena od současných a budoucích výsledků podnikatelského úsilí podniku. Stanovení hodnoty závisí vedle účelu a použité metodiky i na oceňovateli, z čehož plyne skutečnost, že hodnota je odhadnutá hodnota jedním oceňovatelem popř. týmem. Cílem oceňování není tedy stanovit cenu, ale hodnotu podniku, kolem které se budoucí realizovatelná cena bude pohybovat.

V praxi po stanovení účelu ocenění podniku se stanoví pracovní tým sestavený z vedoucího týmu, zástupců poradenské firmy, zástupců podniku a asistentů. Vedoucí týmu

má za úkol řídit práce při oceňování. Zástupci poradenským firem a asistenti pak řeší přidělené úkoly. Zástupci podniku jsou také důležitým článkem, neboť dodávají oceňovateli důležité informace jak o současném stavu, tak i o budoucím rozvoji firmy. Tým má sestavený časový harmonogram včetně konečného termínu řešení.

Postup při oceňování je obvykle následující:

1. stanovení účelu ocenění;
2. sestavení pracovního týmu pro ocenění;
3. sběr vnějších a vnitřních informací, jejichž stav či vývoj ovlivní hodnotu firmy;
4. analýza dat, a to jak ve formě finanční analýzy, tak ve formě strategické analýzy, kdy se zpracovávají data 3 až 5 let stará;
5. výběr metod ve vazbě na cíl ocenění;
6. sestavení finančního plánu, výpočet dílčích parametrů (např. finanční toky, náklad kapitálu, čistá operační aktiva, operační výsledek hospodaření, aj.);
7. ocenění za pomoci vybraných metod;
8. syntéza výsledků;
9. výrok o tržní hodnotě oceněné firmy ke stanovenému datu ocenění.

2.1.1 Strategická analýza

Analytická část se opírá o strategickou a finanční analýzu. Princip strategické analýzy spočívá v analýze makroprostředí a mikroprostředí.

Makroprostředím se rozumí makroekonomické faktory, které mají vliv na podnik. Takovými faktory mohou být vývoj ekonomiky, nezaměstnanost, inflace, otevřenost ekonomiky vůči zahraničí, politický vývoj, stabilita vlády, bezpečnost, počet a věková struktura obyvatel, sociálně kulturní faktory, technické faktory a jiné. Ne každý z výše jmenovaných faktorů působí na každou firmu, a proto v práci se jsou rozebírány pouze faktory s vlivem na hospodaření oceňované společnosti.

Mikroprostředím se rozumí faktory na mikroekonomické úrovni, jež ovlivňují podnik, jako např. analýza oboru, ve kterém společnost podniká vč. struktury a vztahu odvětví k fázi vývoje ekonomiky, analýza konkurence vč. rozboru velkých hráčů v oboru a podílu oceňované společnosti na trhu. Mikroekonomickým faktorem je i velikost a vlastnosti relevantního trhu, jež by měl být správně vymezen věcně, územně, časově a z hlediska zákazníků a konkurentů. Relevantní trh se stanovuje v hodnotových jednotkách, a pokud je to

možné, tak i v naturálních. Určení a vyčíslení relevantního trhu se nemá podceňovat, neboť jeho špatná definice může mít za následek chybné ocenění firmy.

Při oceňování není třeba analyzovat veškeré makroekonomické a mikroekonomické faktory. Důležité je analyzovat ty, které opravdu ovlivňují, popř. mohou do budoucna ovlivnit hodnotu podniku.

Důležité při oceňování je i poukázat na silné (Strengths) a slabé (Weaknesses) stránky podniku, popř. zdůraznit příležitosti (Opportunities), kterých se společnost může chopit, a ohrožení (Threats), kterým firma čelí, popř. může čelit. Této části se říká SWOT analýza. Dobré a kvalitní oceňovatelské firmy přikládají SWOT analýzu vlastníkům podniku k výroku o tržní hodnotě firmy, neboť pokud je oceňující firma shromáždí, byla by škoda těchto informací nevyužít ve svůj prospěch při důležitých rozhodováních o budoucnosti firmy.

2.1.2 Finanční analýza

Finanční analýza je základním zdrojem informací při finančním řízení a rozhodování firmy, neboť poskytuje zpětnou vazbu mezi provedenými rozhodnutími finančních řídicích pracovníků v minulosti a mezi důsledky, které byly následky těchto rozhodnutí a které více či méně ovlivnily finanční výsledky firmy. Finanční analýza tedy hodnotí minulost, současnost a nabízí i možnou budoucnost hospodaření podniku.

Zdrojem informací pro finanční analýzu jsou účetní výkazy za 3 až 5 let hospodaření firmy, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a přehled o peněžních tocích. Zdrojem mohou být vedle firmou zveřejňovaných zdrojů i data z oblasti vnitropodnikového účetnictví, ekonomické statistiky či data peněžního a kapitálového trhu. Důvodem začlenění těchto zdrojů informací jsou nedostatky účetních dat, mezi něž patří analýza pouze historických dat bez jakékoliv predikce budoucího vývoje, dále svázanost účetními standardy a neorientace na tržní data.

Data se pak analyzují několika skupinami ukazatelů. Hlavní členění ukazatelů je na ukazatele likvidity, rentability, zadluženosti, aktivity a ukazatele vycházejících z dat kapitálového trhu. Ukazatele mají podobu poměrových a rozdílových ukazatelů. Pro účely této práce jsou vynechány ukazatele vycházející z dat kapitálového trhu, neboť oceňovaná společnost je společností s ručením omezeným a tedy není obchodovaná na kapitálovém trhu.

Vedle výše jmenovaných ukazatelů lze analyzovat finanční zdraví společnosti pomocí tzv. predikčních modelů hodnocení finanční úrovně (také systém včasného varování), které se

dělí na bankrotní a bonitní (také ratingové) modely. Jejich smyslem je vyjádření finančního zdraví a výkonnosti podniku jedním číslem a včasné varování a upozornění na skutečnost, že se finanční výsledky upírají špatným směrem.

Možnost úpadku firmy hodnotí bankrotní modely, mezi nejpoužívanější patří Altmanův model, Taflerův model a Beaverův model. Naopak možnost zhoršení finanční úrovně podniku hodnotí bonitní modely, mezi něž patří Tamariho model, Kralickův Quick-test a rychlý test.

2.1.2.1 Likvidita

Ukazatele likvidity patří vedle ukazatelů rentability a zadluženosti ve finanční praxi k obecně nejpoužívanějším indikátorům finančního zdraví podniku.

Ukazatele likvidity hodnotí schopnost podniku hradit své závazky. Její výše se tak odvíjí i od schopnosti podniku vymáhat pohledávky za poskytnuté služby popř. za prodané výrobky či zboží. Platební schopnost je tedy posuzována ukazatelem likvidity celkové, pohotové a okamžité.

Ukazatel likvidity třetího stupně ($L3^\circ$) neboli běžné likvidity (*Current Ratio*) porovnává hodnotu oběžných aktiv (*OA*) s hodnotou krátkodobých závazků (*KZ*), resp. kolikrát je podnik schopen v daný okamžik uspokojit své věřitele za předpokladu, že by přeměnil veškeré oběžné aktiva na hotovost. Vzorec má poukazovat na skutečnost, že krátkodobé závazky by měly být kryty těmi položkami aktivity, které jsou na to určeny.

Obecně doporučená hodnota běžné likvidity se pohybuje v rozmezí od 1,5 do 2,5 a měla by mít v čase stabilní. Hodnoty je však doporučeno spíš porovnávat s průměrem odvětví. Ukazatel likvidity třetího stupně se vypočítá takto:

$$L3^\circ = \frac{OA}{KZ} . \quad (2.1)$$

Výše uvedený ukazatel bývá doplněn i o rozdílový ukazatel, a to o **ukazatel čistého pracovního kapitálu** (*ČPK*), který představuje rozdíl mezi oběžnými aktivy (*OA*) a krátkodobými závazky (*KZ*), viz vzorec (2.2). Čistý pracovní kapitál představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikových záměrů. Představuje tedy část oběžného majetku, která je finančně kryta dlouhodobými zdroji, viz Dluhošová (2008).

Nevýhoda ukazatele čistého pracovního kapitálu je jeho konstrukce, resp. že se jedná o rozdílový ukazatel, který lze srovnávat pouze se společnostmi s podobnou strukturou majetku.

Finančně zdravá společnost by měla mít hodnotu čistého pracovního kapitálu v čase s rostoucím trendem.

$$\text{ČPK} = OA - KZ \quad (2.2)$$

Likvidita druhého stupně ($L2^\circ$) neboli pohotová likvidita (*Quick Ratio – Acid Test Ratio*) porovnává pohotově oběžné aktiva s krátkodobými závazky (KZ). Pohotově oběžnými aktivy se rozumí rozdíl oběžných aktiv (OA) a zásob (*zásoby*) a měla by být očištěna o nedobytné pohledávky a pohledávky po splatnosti, neboť pohledávky, u kterých nedojde k úhradám, nepředstavují prostředek ke krytí závazků.

Obecně doporučená hodnota likvidity druhého stupně se pohybuje v rozmezí od 1,0 do 1,5 a měla by mít rostoucí trend. Doporučené hodnoty se však mohou od hodnot odvětví výrazně lišit, a proto je lepší likviditu srovnávat s průměrnou likviditou odvětví. Ukazatel pohotové likvidity se počítá takto:

$$L2^\circ = \frac{OA - \text{zásoby}}{KZ}. \quad (2.3)$$

Okamžitá likvidita (*Cash Ratio*) neboli **likvidita prvního stupně ($L1^\circ$)** při úhradě krátkodobých závazků (KZ) bere v úvahu pouze pohotové platební prostředky (PPP), jimiž se rozumí bezhotovostní a hotovostní peníze a šeky.

Jelikož tento ukazatel je v praxi poměrně nestabilní, nepřikládá se mu vysoká váha a slouží jen k dokreslení celkového pohledu na likviditu. Obecně se doporučuje rostoucí trend tohoto ukazatele. Likvidita prvního stupně se vypočítá následovně:

$$L1^\circ = \frac{PPP}{KZ}. \quad (2.4)$$

Ukazatele likvidity se obvykle doplňují o ukazatele struktury oběžných aktiv, které však pro tuto práci nejsou podstatné, a proto nejsou uvedeny.

2.1.2.2 Rentabilita

Ukazatele rentability neboli výnosnosti jsou všeobecně považovány za vrcholové ukazatele efektivnosti podniku, neboť jejich smysl spočívá v porovnání zisku a vázaného vloženého kapitálu, popř. tržeb.

Zisk se v oblasti finanční analýzy rozděluje na zisk po zdanění neboli čistý zisk (*EAT - Earnings after Taxes*), zisk před zdaněním neboli hrubý zisk (*EBT - Earnings before Taxes*) a zisk před úhradou úroků a daní (*EBIT - Earnings before Interest and Taxes*). Použití jednotlivých typů zisku není náhodné. Čistý zisk může plnit funkci výnosu kapitálu akcionářů, jež je v podniku uložen a který může sloužit po splnění zákonných a interních předpisů i jako dividenda akcionářům. Vedle toho zisk očištěn o zdanění a úroky lépe vyjadřuje hospodářský výsledek z běžných transakcí, neboť není ovlivněn drahými zdroji financování chodu podniku. Další výhodou použití zisku očištěného o zdanění a úroky je, že nereaguje na změny úrokových a daňových sazeb. Hrubý zisk se používá u vzorců, kde se nebere v úvahu zdanění zisku.

Obecně nejpoužívanějšími ukazateli jsou rentabilita aktiv, vlastního kapitálu, dlouhodobých zdrojů a tržeb. Pro účely této práce je dostačující rentabilita aktiv a vlastního kapitálu.

Některé literatury mezi ukazatele rentability zahrnují i ukazatel ekonomické přidané hodnoty (*EVA – Economic Value Added*), která však v této práci je použita jako oceňovací metoda, a proto je rozebrána v kapitole 2.2.2.

Rentabilita aktiv (*ROA - Return of Assets*) je klíčovým měřítkem rentability, neboť porovnává zisk (*EBIT*) celkovými aktivy (*A*) bez ohledu na to, odkud peníze pochází, resp. zda jsou vlastní či cizí. Rentabilita aktiv tedy vypovídá o ziskovosti veškerých aktiv společnosti bez ohledu na pohyb úrokových a daňových sazeb.

Obecně se doporučuje rostoucí trend rentability aktiv. Rentabilita se vypočte takto:

$$ROA = \frac{EBIT}{A}. \quad (2.5)$$

Naopak **rentabilita vlastního kapitálu** (*Return on Equity*) porovnává zisk (*EAT*) pouze s vlastním kapitálem (*VK*), resp. s podíly společníků popř. akcionářů na společnosti. Rentabilita vlastního kapitálu tedy představuje zhodnocení vložených peněz společníky, popř. akcionáři do společnosti. Aby byla investice do akcií pro akcionáře zajímavá, musí rentabilita vlastního kapitálu být vyšší než alternativní bezrizikový výnos.

Obecně se doporučuje rostoucí trend rentability vlastního kapitálu. Rentabilita se vypočte takto:

$$ROE = \frac{EAT}{VK}. \quad (2.6)$$

2.1.2.3 Zadluženost

Problematika zadluženosti je také důležitou disciplínou v oblasti finančního řízení. Nízká zadluženost naznačuje nedostatečně využitý potenciální cizí kapitál a tím způsobenou i nižší rentabilitu celkových aktiv. Výhodou nízké zadluženosti je vysoká likvidita. Naopak vysoká zadluženost vede k vyššímu využívání všech zdrojů společnosti, a tedy i k vyšší rentabilitě, ovšem na úkor nízké likvidity a hlavně na úkor vysoké rizikovosti. S růstem zadluženosti roste i riziko, že společnost nebude schopna splácet své závazky.

Hlavními ukazateli zadluženosti jsou ukazatele celkové zadluženosti, zadluženosti vlastního kapitálu, úrokového krytí, popř. úrokového zatížení (převrácená hodnota úrokového krytí), ukazatel úvěrové zadluženosti, doby návratnosti úvěru a další. Ukazatel celkové zadluženosti se pak často rozděluje dále na ukazatel krátkodobé a dlouhodobé zadluženosti.

Pro účely této práce je použit ukazatel celkové zadluženosti, zadluženosti vlastního kapitálu a úrokového krytí.

Ukazatel celkové zadluženosti (také ukazatel věřitelského rizika) se rovná podílu cizího kapitálu (CK) a aktiv (A) společnosti. Ukazatel věřitelského rizika tedy představuje podíl věřitelů na celkovém kapitálu firmy.

Nízká hodnota zadluženosti je příznivým indikátorem pro věřitele, kteří se o své prostředky nemusí bát tak moc, jako kdyby zadluženosti byla vysoká. Nízká zadluženost také naznačuje, že společnost dostatečně nevyužívá všechny potenciální cizí zdroje, které by mohla využít k tvoření zisku. Naopak vysoká zadluženost vede k vyššímu využívání cizích zdrojů, avšak vede často ke snížené schopnosti podniku platit své závazky. Vysoká zadluženost je pro podnik příznivá v případě, že společnost je schopna dosáhnout vyššího procenta rentability při použití cizích zdrojů než bez jejich použití.

Celková zadluženost se počítá dle následujícího vzorce:

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CK}{A}. \quad (2.7)$$

Dalším důležitým ukazatel zadluženosti je **zadluženost vlastního kapitálu** (*Debt/Equity Ratio*) neboli také ukazatel finančního rizika, který se rovná podílu cizího kapitálu (CK) a vlastního kapitálu (VK) společnosti. Zadluženost vlastního kapitálu by se měla u stabilních společností pohybovat mezi 0,8 až 1,2 (popř. 80 % až 120 %). Pokud je zadluženost vlastního kapitálu menší než 1, pak lze říci, že společnost preferuje při svých

finančních operacích více vlastní kapitál před cizím a že zadluženost je menší než 50 %. V opačném případě, pokud cizí kapitál přesahuje hodnotu vlastního kapitálu a podíl je tedy vyšší než 1, pak lze říci, že společnost preferuje cizí zdroje před vlastními a že zadluženost je vyšší jak 50 %.

Zadluženost vlastního kapitálu se vypočítá takto:

$$\text{Zadluženost VK} = \frac{CK}{VK}. \quad (2.8)$$

Úrokové krytí je ukazatel zadluženosti, i když ani ve jmenovateli ani v čitateli není použit vlastní, cizí ani celkový kapitál. Úrokové krytí je podíl zisku před úhradou úroků a daní (*EBIT*) a úroků (*úroky*). Smyslem úrokového krytí je posouzení efektivnosti hospodaření společnosti. V případě, že je ukazatel roven 1 (popř. 100 %), pak veškerý zisk, který vytvoří, padne na úhradu úroků. Pokud je úrokové krytí menší než 1 (popř. 100 %), společnost není schopna vytvořit ani zisk, kterým by společnost hradila úroky, a u takové společnosti, pokud nedojde k restrukturalizaci a zefektivnění využívání zdrojů, nelze předpokládat dlouhou budoucnost. Opačný případ je, pokud úrokové krytí je vyšší než 1 (popř. 100 %), v tomto případě společnost svým ziskem nejen kryje úroky, ale může navíc jej dále přerozdělovat.

Ukazatel úrokového krytí se vypočítá dle následujícího vzorce:

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}. \quad (2.9)$$

2.1.2.4 Aktivita

Ukazatele aktivity (*Asset Utilization Ratios*) jsou měřítkem vázanosti kapitálu v aktivech, a to v podobně krátkodobých i dlouhodobých. Obecně se ukazatele aktivity objevují v podobě dob obrátů a rychlostí obrátu, resp. počtu obrátek. V případě hodnocení pohledávek lze rychlostí obrátu rozumět kolikrát, resp. jak rychle jsou pohledávky přeměňovány v peněžní prostředky za sledované období a dobou obrátu se rozumí průměrná doba přeměny do peněžních jednotek, obvykle uváděná ve dnech.

Vedle pohledávek se hodnotí obrátkovost celkových i stálých aktiv, zásob i závazků. V případě důkladné finanční analýzy se uvádí i výpočet relativní vázanosti stálých aktiv a doba samoreprodukce. Pro účely této práce je dostačující analýza aktivity u aktiv, pohledávek a závazků.

Doba obrátu (DO_x) se vypočte podle vzorce (2.10), kde v čitateli je součin počtu sledovaných dnů (t) a hodnocené veličiny (x) a kde ve jmenovateli jsou tržby za sledované

období (T). Počet obrátek (PO_x) je počítán dle vzorce (2.11), kde počet obrátek je podíl tržeb za sledované období (T) a sledované veličiny (x).

Obecné vzorce pro výpočet dob obrátů a počtů obrátek jsou následující:

$$DO_x = \frac{x \cdot t}{T}, \quad (2.10)$$

$$PO_x = \frac{T}{x}. \quad (2.11)$$

Doporučeným trendem je snižování počtu dnů obratu aktiv a pohledávek a naopak zvyšování počtu dnů obratu aktiv, resp. obecně se doporučuje zrychlovat obrátkovost aktiv a pohledávek a na druhou stranu zpomalovat obrátkovost závazků. Zefektivnění aktivity lze dosáhnout zkracování dob splatnosti pohledávek vč. vymáhání pohledávek po splatnosti a odkládání úhrad závazků na poslední dny splatnosti, popř. později. Zkracování doby obratu aktiv lze dosáhnout zefektivněním výroby a zvýšením prodeje.

Pro zachování pravidla likvidity by měla být doba obratu pohledávek kratší než doba obratu závazků. Porušením tohoto pravidla se společnost vystavuje nebezpečí, že nebude schopna včas splácet své závazky a mohla by se tak dostat do insolvenčních problémů. Zabezpečit se proti takovému riziku se lze pomocí řízení dob splatností. Průměrná doba splatnosti pohledávek by měla být kratší než doba splatnosti závazků. Doby splatnosti bývají součástí obchodních smluv, a proto by se na ně měl brát větší zřetel.

2.1.2.5 Altmanův bankrotní model

Důvodem pro ocenění společnosti je prodej oceňované společnosti. Jelikož nového majitele bude zajímat kromě hodnoty firmy i budoucí vývoj firmy, byl zvolen jeden z bankrotních predikčních modelů hodnocení finanční úrovně firmy, a to Altmanův model, který dle výsledku tzv. „Z-skóre“ zařadí společnost mezi společnosti s minimální popř. vysokou pravděpodobností bankrotu společnosti.

Altmanův Z faktor může komplexně analyzovat finanční zdraví podniku, neboť sčítá váhami vynásobené Altmanem vybrané ukazatele z oblasti rentability, likvidity, zadluženosti i struktury kapitálu. Váhy přiřazené ukazatelům přikládají významnost pro celkové finanční zdraví podniku.

Na první pohled Altmanův model působí jednoduše a snadno vypovídající, opak je pravdou, neboť vedle zpracování tohoto modelu je třeba hlouběji analyzovat jednotlivé problematické oblasti, hlavně pak ty s vysokou váhou.

Altmanův bankrotní model pro společnosti neobchodovatelné na kapitálovém trhu vypadá následovně:

$$Z = 3,107 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,998 \cdot \frac{TR}{A} + 0,420 \cdot \frac{VK}{CK} + 0,847 \cdot \frac{NZ}{A} + 0,998 \cdot \frac{ČPK}{A} \quad (2.12)$$

kde Z je Z faktor, $EBIT$ je zisk před úhradou úroků a daní, A jsou aktiva, TR jsou tržby, VK je tržní hodnota vlastního kapitálu (v České republice pro nerozvinutost kapitálového trhu se používá účetní hodnota vlastního kapitálu), CK představují celkové dluhy, NZ je nerozdělený zisk a $ČPK$ je čistý pracovní kapitál, viz Kislingerová, (2009).

Pokud je Z faktor větší než 2,90, pak se u této společnosti neočekává bankrot, v případě, že se Z faktor pohybuje v intervalu od 1,21 do 2,9, pak je společnost v tzv. šedé zóně, kdy je třeba velice pozorně analyzovat veškeré ukazatele vč. jejich pyramidových rozkladů. Pokud je však Z faktor menší než 1,21, pak společnost má podlomené finanční zdraví a s vysokou pravděpodobností v nejbližší době dojde k bankrotu. Krachující společnost pak nelze budoucímu majiteli oceňované společnosti doporučit, neboť se předpokládá, že investor hodlá společnost koupit za účelem zisku a zhodnocení své investice.

2.1.3 Finanční plán

Finanční plán je základem pro výnosové metody ocenění. Finanční plán představuje výsledek plánování finančních manažerů o budoucnosti hospodaření firmy, měl by vycházet z dlouhodobé koncepce podniku. Sestavuje se obvykle na 3 až 5 let dopředu.

Základním prvkem při vytváření finančního plánu jsou účetní výkazy, a to rozvahy, výkazy zisku a ztráty a výkaz o peněžních tocích za posledních 3 až 5 let.

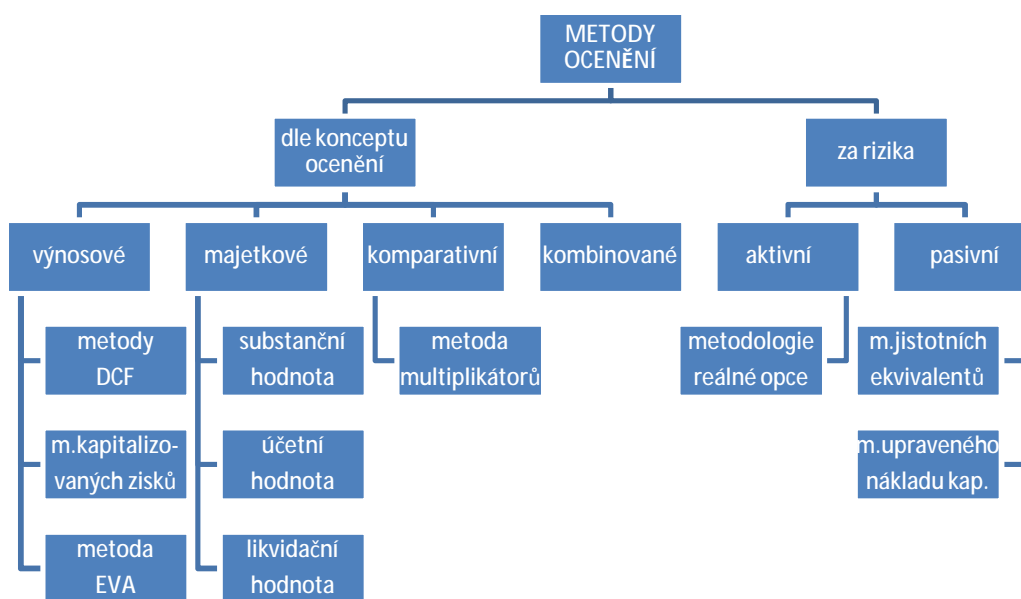
Výsledkem finančního plánování je plánovaná rozvaha, výsledovka popř. i výkaz o peněžních tocích.

Sestavení finančního plánu je postaveno na historických datech, strategické i finanční analýze. Při sestavování finančního plánu je třeba brát v úvahu vedle výsledků hospodaření z minulých let i vize a strategie podniku, plánované prodeje nepotřebného majetku, pravidelně se opakující výdaje jako jsou např. odměny společníkům, plánované investice, plánovanou restrukturalizaci společnosti, prognózy vývoje podílu na trhu, vývojové fáze ekonomiky a další skutečnosti, které mají vliv na hospodaření firmy.

2.2 Úvod do metodologie oceňování

Ve chvíli, kdy má oceňovatel sestaven finanční plán, může začít oceňovat podnik předem stanovenou metodou, popř. metodami. Metody oceňování se člení dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika (viz Obr. č. 2.1).

Obr. č. 2.1 – Členění metod ocenění



Zdroj: Dluhošová (2008).

Dle konceptu ocenění lze metody dělit na výnosové, majetkové, komparativní a kombinované.

Princip **výnosových** metod spočívá v diskontování budoucích peněžních toků. Nejrozšířenějšími výnosovými metodami jsou metody diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných zisků a metoda ekonomické přidané hodnoty.

Hodnota společnosti vycházející z reprodukční ceny aktiv a veškerého majetku, je stanovována pomocí **majetkových** metod. Majetkové metody zjišťují nejčastěji substanční, účetní a likvidační hodnotu. Substanční hodnota představuje hodnotu majetku v reprodukčních cenách zvýšený o výnosy z prodeje nepotřebného majetku a snížený o závazky firmy v reálných cenách. Účetní hodnota je rozdíl mezi aktivy firmy a cizími zdroji. Likvidační hodnota představuje čistý prodejní výnos při prodeji aktiv podniku, když podnik ukončuje svou podnikatelskou činnost.

Komparativní metody porovnávají pomocí multiplikátoru oceňovanou společnost s podobnými společnostmi z oboru, které mají podobnou strukturu aktiv a pasiv. Tato metoda je však pro ocenění nedostačující a je vhodné ji doplnit o další metodu, popř. metody.

Kombinované metody berou úvahu hodnoty podniku stanovené metodami výnosovými, majetkovými i komparativními a s předem stanovenými váhami průměrují jejich hodnotu.

Členění metod dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika (nebo-li za rizika) je na metody aktivní a pasivní, resp. s a bez možnosti budoucích aktivních zásahů managementu.

Aktivní metody povolují zakročení managementu do chodu společnosti, takovou metodou je metoda reálných opcí, jež představuje nový přístup při určování hodnoty vlastního kapitálu. Metodologie reálných opcí je založena na možnosti zahrnutou do hodnoty podniku i tzv. hodnou flexibility, jež má vyjadřovat hodnotu aktivních zásahů managementu. V tradičním finančním rozhodování k této skutečnosti není přihlíženo, viz Dluhošová (2008).

Naopak bez možnosti aktivního zásahu je metoda upraveného nákladu kapitálu a metoda jistotních ekvivalentů. Metoda jistotních ekvivalentů stojí na diskontování jistotního ekvivalentu diskontem za použití bezrizikové sazby, viz Brabenec (2008).

Metoda by měla být vybrána dle účelu, pro který se společnost oceňuje a dle hodnoty, ke které se má dojít resp. hodnoty pro majitele nebo hodnoty pro majitele i věřitele.

V případě, že je společnost oceňována z důvodu jejího následného prodeje či fúze společností, pak je vhodné použít metody, které nevycházejí pouze z účetní dat, ale které naopak berou v úvahu i faktor času a rizika. Faktor času a rizika bývá zohledňován převážně při diskontování výnosů, zisků, dividend či jiných veličin, které generují hodnotu.

Naopak metody účetní a substanční se používají v případech, kdy není důležité brát v úvahu riziko a čas, nebo v podmínkách, kdy nelze určit faktor času a riziko, např. u nově vzniklých společností.

Metoda likvidační hodnoty slouží, jak je v názvu řečeno, k určení likvidační hodnoty, kterou se rozumí hodnota podniku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost, majetek bude rozprodán a budou splaceny veškeré závazky podniku vč. odměny likvidátora.

2.2.1 Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků patří mezi výnosové metody a jejich smysl spočívá v diskontování stanovených plánovaných peněžních toků vycházejících z finančního

plánu společnosti. Diskontování je ovlivněno faktorem času a stanovením nákladu kapitálu, který má být odrazem rizika.

Používanými metodami diskotovaných peněžních toků jsou:

- metoda diskontovaných peněžních toků – Equity (*DCF-Equity – Discounted Cash Flows to the Equity*),
- metoda diskontovaných peněžních toků – Entity (*DCF-Entity - Discounted Cash Flows to the Entity*),
- diskontovaný dividendový model (*DDM -Dividend Discount Model*),
- metoda upravené současné hodnoty (*APV - Adjusted Present Value*).

V praxi nejčastěji používanými metodami jsou metody diskontovaných peněžních toků Equity a Entity. Metody se liší kapitálem, který oceňují, a tedy i finančními toky a nákladem kapitálu, jež jsou použity ve vzorcích.

Metoda diskontovaných peněžních toků Entity oceňuje celkový kapitál za pomoci diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele. Použitými náklady kapitálu jsou zde průměrné náklady celkového kapitálu.

Metoda diskontovaných peněžních toků Equity oceňuje pouze vlastní kapitál, a to diskontováním volných peněžních toků pro vlastníky, kde nákladem kapitálu je náklad vlastního kapitálu.

Diskontovaný dividendový model také oceňuje pouze vlastní kapitál. Jeho nevýhodou je použití pouze na společnosti, s nimiž se obchoduje na kapitálovém trhu a u nichž akcionáři dostávají pravidelně dividendy. Hodnota vlastního kapitálu je pak podílem dividendy a nákladu vlastního kapitálu. Dividenda zde představuje finanční tok plynoucí vlastníkově akcie oceňovaného podniku. Pokud se předpokládá růst dividend do nekonečna, pak se jmenovatel sníží o očekávanou míru růstu dividend.

Metoda upravené současné hodnoty se používá k oceňování celkového kapitálu. Hodnota je pak součtem současné hodnoty nezadlužené firmy a současné hodnoty daňového štítu. Současná hodnota nezadlužené firmy představuje náklad celkového kapitálu nezadlužené firmy diskontované volné finanční toky plynoucí vlastníkům. Současná hodnota daňového štítu představuje daňový štít diskontovaný nákladem kapitálu.

Každý podnik se vyvíjí a prochází různými fázemi jeho vývoje. Z tohoto důvodu i metody diskontovaných peněžních toků se dále člení na jednofázové, dvoufázové a vícefázové. Rozdíl je v odhadu budoucího chování finančních toků a nákladu kapitálu.

Všechny níže uvedené metody předpokládají existenci společnosti do nekonečna (tzv. going concern).

Fázové metody jsou vysvětleny níže na metodě diskontovaných peněžních toků DCF-Entity. Ve vzorcích jsou použity náklady kapitálu a finanční toky, jež jsou vysvětleny v podkapitolách 2.2.1.1 a 2.2.1.2. Náklady celkového kapitálu a volné finanční toky pro vlastníky i věřitele lze nahradit nákladem kapitálu a finančním tokem příslušejícími k dalším metodám diskontovaných peněžních toků.

Jednofázová metoda se používá, pokud se očekává stabilní vývoj finančních toků i nákladu kapitálu. Hodnota podniku (V) zjištěná **jednofázovou metodou** diskontovaných peněžních toků DCF-Entity stojí na diskontování volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele ($FCFF$ – *Free Cash Flow to the Firm*) a průměrným nákladem celkového kapitálu ($WACC$ – *Weighted Average Cost of Capital*) v podobě perpetuity:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.13)$$

Dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků představuje v praxi reálnější možnost oproti jednofázové metodě. Tato metoda rozděluje budoucí existenci do dvou období, a to do tzv. první a druhé fáze. Hodnota oceňovaného podnik je pak součtem hodnoty firmy v první fázi (V_1) a druhé fázi (V_2):

$$V = V_1 + V_2. \quad (2.14)$$

Po určení délky první fáze se v evropských podmínkách používá období 3 až 6 let, v amerických podmínkách je délka určována od 5 do 20 let. Délka první fáze závisí na charakteru a struktuře odvětví, konkurenční pozice podniku, délce výrobního cyklu a na dalších faktorech. První fáze je charakteristická vyšší výnosností, než jsou náklady kapitálu firmy. Ve chvíli, kdy je dosaženo k rovnosti obou veličin, přichází tzv. období stabilizace a tedy čas pro druhou fázi. Stabilizaci lze spatřovat v ustálení ziskových marží, obratu kapitálu, úrovně investic a dalších činitelů. Druhá fáze podobně jako jednofázová metoda počítá s nekonečným trváním, a proto také používá ve svém vzorci perpetuitu, viz Kislingerová, (2009).

Hodnota v první fázi (V_1) je součtem všech diskontovaných finančních toků plynoucích akcionářům i věřitelům:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1 + WACC_1)^{-t} \quad (2.15)$$

kde $FCFF$ jsou volné finanční toky pro majitele i věřitele, $WACC_1$ je nákladem kapitálu určeným pro první fázi, t jsou jednotlivé roky první fáze a T je délka první fáze.

Hodnota podniku v druhé fázi (V_2) představuje diskontovanou tzv. pokračující hodnotu (PH):

$$V_2 = PH \cdot (1 + WACC_1)^{-T}. \quad (2.16)$$

Pokračující hodnota v podobě perpetuity je podílem finančních toků a nákladu kapitálu pro druhou fázi ($WACC_2$):

$$PH = \frac{FFCF_{T+1}}{WACC_2}. \quad (2.17)$$

Po spojení hodnot firmy do vzorce (2.14) z hodnot první a druhé fáze lze dojít k tomuto vzorci pro určení hodnoty podniku oceňovaného dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků DCF-Entity:

$$V = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1 + WACC_1)^{-t} + \frac{FFCF_{T+1}}{WACC_2} \cdot (1 + WACC_1)^{-T} \quad (2.18)$$

Třetím typem fázových metod používaných u metod diskontovaných peněžních toků je tzv. **vícefázová metoda**, která funguje na podobném principu jako dvoufázová metoda, neboť budoucí existenci podniku také rozděluje do několika fází a také používá diskontovanou pokračující hodnotu. Hodnota podniku pomocí vícefázové metody se počítá dle následujícího vzorce:

$$\begin{aligned} V = & \sum_{t=1}^{T_1} FFCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + WACC_1)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} FFCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + WACC_2)^t} + \\ & + \sum_{t=T_2+1}^{T_3} FFCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + WACC_3)^t} + \dots + \sum_{t=T_{n-2}+1}^{T_{n-1}} FFCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + WACC_{n-1})^t} + \\ & + PH \cdot (1 + WACC_{n-1})^{-T_{n-1}}. \end{aligned} \quad (2.19)$$

Pokračující hodnota v podobě perpetuity je podílem finančních toků a nákladu kapitálu:

$$PH = \frac{FCFF_n}{WACC_n}. \quad (2.20)$$

2.2.1.1 Stanovení finančních toků

Metody diskontovaných peněžních toků mají základ v diskontování peněžních toků nákladem kapitálu. V případě, že cílem oceňování je ocenit vlastní kapitál, pak se oceňuje volný peněžní tok pro akcionáře, popř. majitele (tzv. *FCFE – Free Cash Flow to the Equity*), který je použit u metody ekonomické přidané hodnoty a DCF-Equity. Dividendový diskontní model diskontuje právě dividendy plynoucí akcionářům. Metoda DCF-Entity diskontuje volné peněžní toky plynoucí jak pro akcionáře, tak pro věřitele (*FCFF*). Existují i volné peněžní toky plynoucí pouze věřitelům (*FCFD – Free Cash Flow to the Debt*), které jsou částí volných peněžních toků plynoucí akcionářům i věřitelům. Metoda upravené současné hodnoty diskontuje zvlášť volné finanční toky nezadlužené firmy a zvlášť daňový štít.

Volné finanční toky pro vlastníky i věřitele (*FCFF*) jsou součtem volných finančních toků pro akcionáře (*FCFE*) a volných finančních toků pro věřitele (*FCFD*):

$$FCFF = FCFE + FCFD . \quad (2.21)$$

Volné finanční toky pro vlastníky (*FCFE*) jsou součtem čistého zisku (*EAT*), odpisů (*ODP*) a salda dluhu (*S* - rozdíl mezi čerpáním dluhu a jeho splátek) sníženým o změnu čistého pracovního kapitálu (*ČPK*) a investice (*INV*):

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK - INV + S . \quad (2.22)$$

Volné finanční toky plynoucí věřitelům (*FCFD*) jsou rozdílem zdaněných ($1-X$) úroků (*úroky*) a salda dluhu (*S*):

$$FCFD = úroky \cdot (1 - X) - S . \quad (2.23)$$

Součtem volných finančních toků pro vlastníky (*FCFE*) a volných finančních toků pro věřitele (*FCFD*) lze získat po doplnění do vzorce (2.14) následující rovnici:

$$FCFF = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK - INV + S + úroky \cdot (1 - X) - S . \quad (2.24)$$

Konečný vzorec pro výpočet volných peněžních toků plynoucích pro vlastníky i věřitele (*FCFF*) lze získat po vyrušení $+S$ a $-S$ takto:

$$FCFF = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK - INV + úroky \cdot (1 - X) . \quad (2.25)$$

2.2.1.2 Náklad kapitálu

U metod diskontovaných peněžních toků se diskontují finanční toky tzv. diskontním faktorem, který v sobě zahrnuje výnos, riziko i čas. Diskontní faktor slouží k převedení budoucích peněžních toků na jejich současnou hodnotu.

Riziko a výnos je v diskontním faktoru zastoupeno nákladem kapitálu. Nákladem kapitálu se obecně rozumí náklady podniku na získání kapitálu, a to jak cizího, tak vlastního. Naopak z pohledu investorem se nákladem kapitálu rozumí požadavek na výnosnost, které musí být firmou dosahováno, aby podnik neztrácel na své hodnotě, resp. na hodnotě investice investora.

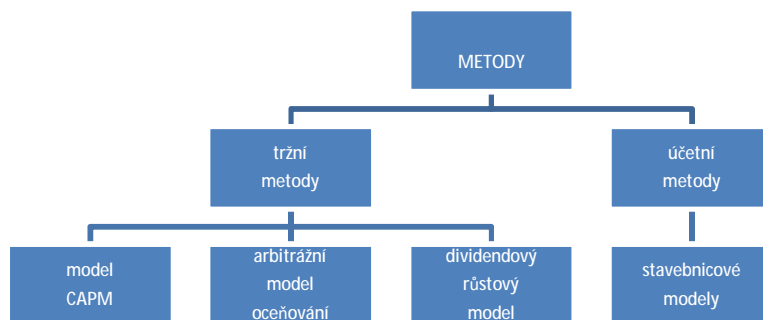
Náklady kapitálu jsou součtem bezrizikové sazby a prémie za riziko. Bezriziková sazba s rostoucím rizikem zůstává konstantní. Naopak investoři, kteří podstupují vyšší riziko, za něj chtějí být odměněni i vyšším výnosem, a proto lze říct, že s růstem rizika roste i prémie za riziko.

Obecně se náklady kapitálu člení na náklady vlastního kapitálu, náklady cizího kapitálu a náklady celkového kapitálu.

Náklady vlastního kapitálu by měly být vyšší než náklady na cizí kapitál, což plyne ze skutečnosti, že vlastník podniku jako každý jiný racionální investor porovnává rizika a výnosy s jinými instrumenty na trhu a investuje pouze do aktiv, u nichž očekává nejvyšší výnos ze všech alternativ. Dalším důvodem, proč by náklady vlastního kapitálu měly být vyšší než na cizí, je daňový štít vznikající při snižování zisku daňově uznatelnými nákladovými úroky.

Pro stanovení nákladů kapitálu se používají dvě skupiny metod, a to tržní a účetní (viz Obr. č. 2.2).

Obr. č. 2.2 – Členění metod stanovení nákladu kapitálu



Zdroj: vlastní zpracování

Tržní metody se používají v zemích s rozvinutým kapitálovým trhem, naopak účetní v zemích, kde pro nerozvinutost kapitálového trhu nelze zjistit tržní veličiny, které je třeba určit pro tržní metody. V České republice je vznik kapitálového trhu spjat s privatizací, jež proběhla teprve před dvaceti lety, a proto lze říci, že český kapitálový trh se stále teprve rozvíjí, a proto tržní metody nejsou vhodné pro všechny podniky.

Náklady vlastního kapitálu lze určit pomocí několika metod. Vhodnou metodou je **model oceňování kapitálových aktiv** (*CAPM – Capital Asset Pricing Model*), který je zástupcem tržních metod. Očekávanou hodnotou nákladu vlastního kapitálu je součet bezrizikové sazby a součinu beta koeficientu a rozdílu očekávaného výnosu tržního portfolia a bezrizikové sazby. Nevýhoda této metody spočívá v nesnadném a v některých případech až nemožném způsobu zjištění beta koeficientu, který hodnotí citlivost dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia. Také sestavení tržního portfolia je nesnadným úkolem.

Dalším zástupcem tržních metod pro stanovení **nákladu vlastního kapitálu** je **arbitrážní model** (*APM – Arbitrage Pricing Model*), který je sestaven na podobném principu jako model CAPM. Rozdíl je ve výměně očekávaného výnosu tržního portfolia za jiný, popř. jiné faktory ovlivňující náklad vlastního kapitálu. Nevýhody jsou shodné jako u výše uvedeného modelu, a to stanovení beta koeficientu, který hodnotí citlivost dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos faktoru/faktorů, a nalezení vhodného faktoru ovlivňující náklad vlastního kapitálu.

Pro akciové společnosti, jež vyplácejí pravidelně dividendy, je vhodný pro výpočet **nákladu vlastního kapitálu** tzv. **dividendový model**, jenž stojí na podílu dividendy a tržní ceny akcie. Rozšířením modelu je Gordonův dividendový model s konstantním růstem, který k podílu přičítá i tempo růstu hodnoty dividend.

Vedle nákladu vlastního kapitálu se stanovují i **náklady cizího kapitálu**, které lze vyjádřit jako úroky nebo kupónové platby, které je třeba platit věřitelům. Výše nákladu cizího kapitálu je ovlivněna délkou úvěru. Čím je úvěr poskytnut na delší dobu, tím si věřitel nárokuje vyšší úrok, což vede ke zvýšení nákladu cizího kapitálu pro podnik. Dalším faktorem je bonita podniku. Pokud podnik má dobrou schopnost včas splácet úvěry, tím věřitel podstupuje nižší riziko a nenárokuje si vysoký výnos.

Obecně lze říci, že s čím kratší splatností jsou úvěry, které si podnik bere, a čím je jeho bonita lepší, tím jsou nižší náklady na cizí kapitál. Jelikož mají podobu úrokových sazeb,

kteřé jsou daňově uznatelným nákladem, skutečné náklady na cizí kapitál představují hodnotu úrokových sazeb po odečtení daní. Pod úrokovou sazbou si lze představit podíl nákladových úroků a průměrného stavu bankovních úvěrů, viz Dluhošová (2008).

Náklady na celkový kapitál ($WACC$ – *Weighted Average Cost of Capital*) představují kombinací výše uvedených nákladů kapitálu.

V případě, že lze stanovit náklady vlastního i cizího kapitálu, pak pro stanovení nákladů na celkový kapitál se používá následující vzorec:

$$WACC = R_E \cdot (1 - d) + R_D \cdot d \cdot (1 - X), \quad (2.26)$$

kde R_E jsou náklady vlastního kapitálu, R_D jsou náklady cizího kapitálu, d je zadluženost a X je daňová sazba.

Pokud nelze stanovit náklady vlastního i cizího kapitálu, pak pro stanovení **nákladů na celkový kapitál** se používá tzv. **stavebnicový model**. Princip spočívá v součtu bezrizikové sazby (R_F) a rizikových přírážek za velikost podniku (R_{LA}), za obchodní podnikatelské riziko ($R_{podn.}$) a za riziko vyplývající z finanční stability ($R_{stabilita}$). Stavebnicový model patří mezi účetní metody. Náklad kapitálu, bezriziková sazba i rizikové přírážky se uvádí v procentech. Při použití tohoto modelu je důležité vědět, zda se jedná o firmu zadluženou či nikoliv. V případě, že se jedná o společnost nezadluženou, pak výpočet nákladu na kapitál nezadlužené firmy ($WACC_U$) pomocí stavebnicového modelu vypadá takto:

$$WACC_U = R_F + R_{LA} + R_{podn.} + R_{stabilita}. \quad (2.27)$$

Jelikož však většina společností podnikajících v České republice je zadlužena, používá se následující rozšíření:

$$\begin{aligned} WACC_L &= (R_F + R_{LA} + R_{podn.} + R_{stabilita}) \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot X\right) = \\ &= WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot X\right), \end{aligned} \quad (2.28)$$

kde $WACC_L$ jsou průměrné náklady na kapitál zadlužené firmy, UZ úplatné zdroje, A aktiva a X daňová sazba. Úplatnými zdroji se rozumí součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a obligací, viz Dluhošová (2008).

Bezriziková sazba je sazba, kterou nabízí stát při nabídce odkupu státních dluhopisů.

Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA}) se stanovuje dle následujících pravidel. Pokud je hodnota úplatných cizích zdrojů vyšší než 3 mld. Kč, pak $R_{LA} = 0 \%$. Pokud je

hodnota úplatných cizích zdrojů nižší než 100 mil. Kč, pak $R_{LA} = 5 \%$. Je-li hodnot úplatných zdrojů v intervalu od 100 mil. Kč do 3 mld. Kč, pak se riziková přírážka za velikost podniku počítá dle následujícího vzorce:

$$R_{LA} = \frac{(3mld.Kč - UZ)^2}{168,2}, \quad (2.29)$$

kde úplatné zdroje jsou v tomto vzorci v miliardách Kč.

Hranice vychází ze zkušeností firem, jež poskytují rizikový kapitál.

Riziková přírážka vycházející z podnikatelského rizika ($R_{podn.}$) je závislá na rentabilitě aktiv, viz vzorec (2.5), která se porovnává s ukazatelem $X1$, jež má vyjadřovat nahrazování úplatných zdrojů vlastním kapitálem. Vzorec:

$$X1 = \frac{VK + BU + O}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O}, \quad (2.30)$$

kde VK je vlastní kapitál, BU bankovní úvěry, O obligace, A aktiva a \dot{U} úroky.

Riziková přírážka vycházející z podnikatelského rizika se pak stanovuje dle následujících pravidel. Pokud rentabilita aktiv $> X1$, pak riziková přírážka $R_{podn.} = 0 \%$. Pokud rentabilita aktiv < 0 , pak riziková přírážka $R_{podn.} = 10 \%$, a pokud bude rentabilita aktiv ≥ 0 a zároveň rentabilita aktiv $\leq X1$, pak riziková přírážka $R_{podn.}$ = počítá dle následujícího vzorce:

$$R_{podn.} = \frac{(X1 - \frac{EBIT}{A})^2}{10 \cdot X1^2}. \quad (2.31)$$

Poslední rizikovou přírážkou je **přírážka za riziko vycházející z finanční stability** ($R_{stabilita}$), která se stanovuje na bázi celkové likvidity podniku a odvětví, viz vzorec (2.1) a ukazatele XL . Pro stanovení rizikové přírážky za riziko vycházející z finanční stability se používají následující pravidla. Pokud je průměrná běžná likvidita odvětví $< 1,25$, pak horní hranice ukazatele XL je 1,25, pokud průměr průmyslu $> 1,25$, pak XL = průměru průmyslu.

Pokud celková likvidita podniku $> XL$, pak $R_{stabilita} = 0 \%$, pokud celková likvidita < 1 , pak $R_{stabilita} = 10 \%$ a pokud celková likvidita > 1 a zároveň $< XL$, riziková přírážka se propočte takto:

$$R_{stabilita} = \frac{(XL - \frac{OA}{KZ})^2}{10 \cdot (XL - 1)^2}. \quad (2.32)$$

2.2.2 Metoda EVA

Ekonomická přidaná hodnota (*EVA – Economic Value Added*) představuje ekonomický zisk, nadzisk, který společnost vyprodukovala. Ekonomickým ziskem se zde rozumí situace, kdy podnik dosahuje zisku, z něhož jsou uhrazeny vedle běžných nákladů i náklady kapitálu, viz Mařík (2005, str. 10). Na ekonomickou přidanou hodnotu se lze dívat i jako na čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu.

EVA je relativně novým ukazatelem v praxi zatím ne často používaným. Autory EVA jsou Američané Stewart a Stern, kteří metodu rozpracovali. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty lze využít jako nástroj finanční analýzy, jako nástroj řízení podniku a motivování pracovní a také jako nástroj ocenění podniku, viz Mařík (2005).

EVA jako ukazatel finanční analýzy odbourává nedostatky jiných finančních ukazatelů, hlavně tedy ukazatelů rentability, jež se opírají pouze o účetní data. EVA přináší možnost zohlednění časové hodnoty peněz, implementace rizika investorů do výpočtu a nemožnost ovlivňování vykázaného zisku, byť legálními způsoby.

EVA jako nástroj oceňování se v literatuře objevuje ve tvaru „*Capital Charge*“ a ve tvaru „*Value Spread*“. Vzorce se zvlášť používají pro metodu ocenění Entity (2.33) a metodu Equity (2.34) takto:

$$\begin{aligned} EVA &= \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1} = \\ &= NOPAT_t - WACC_t \cdot NOA_{t-1}, \end{aligned} \quad (2.33)$$

$$EVA = NOPAT_t - R_E \cdot VK_{t-1}, \quad (2.34)$$

kde *EVA* je ekonomická přidaná hodnota, *NOPAT_t* je operační výsledek hospodaření po zdanění v roce *t* (*Net Operating Profit after Taxes*), *NOA_{t-1}* jsou čistá operační aktiva ke konci předchozího roku (*Net Operating Assets*), *WACC_t* jsou průměrné náklady kapitálu v roce *t*, *R_E* jsou náklady vlastního kapitálu a *VK_{t-1}* je vlastní kapitál ke konci předcházejícího roku.

Výpočet operačního výsledku hospodaření po zdanění (*NOPAT*) a čistých operačních aktiv (*NOA*), tj. aktiv provozně potřebných je rozveden v dalších podkapitolách.

Oceňování společnosti na bázi EVA se provádí třemi základními metodami, a to metodou Entity, Equity a metodou upravené současné metody (*APV*).

Hodnota firmy (V) vypočtena pomocí **metody Entity na bázi EVA** se určí dle následujícího vzorce:

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (2.35)$$

kde V je hodnota podniku, NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění, EVA_t je ekonomická přidaná hodnota v roce t , $WACC$ jsou průměrné náklady kapitálu, T je počet let explicitně plánovaných ekonomických přidaných hodnot, CK_0 je hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a A_0 představují neoperační aktiva k datu ocenění.

Hodnota firmy (V) vypočtena pomocí **metody Equity na bázi EVA** se určí dle následujícího vzorce:

$$V = VK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+R_E)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{R_E \cdot (1+R_E)^T} + A_0, \quad (2.36)$$

kde V je hodnota podniku, EVA_t je ekonomická přidaná hodnota v roce t , R_E je náklad vlastního kapitálu, A_0 představují neoperační aktiva k datu ocenění a VK_0 je vlastní kapitál ke konci předcházejícího období, jako rozdíl čistých operačních aktiv k datu ocenění a úročeného cizího kapitálu také ke konci přecházejícího období.

Hodnota firmy (V) vypočtena pomocí **metody upravené současné hodnoty bázi EVA** se určí dle následujícího vzorce:

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+R_E)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{R_E \cdot (1+R_E)^T} + \sum_{t=1}^T \frac{R_D \cdot CK_{t-1} \cdot X}{(1+R_D)^t} + \frac{R_D \cdot CK_T \cdot X}{R_D \cdot (1+R_D)^T} - CK_0 + A_0, \quad (2.37)$$

kde V je hodnota podniku, NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění, EVA_t je ekonomická přidaná hodnota v roce t , T je počet let explicitně plánovaných ekonomických přidaných hodnot, R_E je náklad vlastního kapitálu, R_D je náklad cizího kapitálu, X je sazba daně z příjmů, CK_0 je hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a A_0 představují neoperační aktiva k datu ocenění.

2.2.2.1 Stanovení NOPAT

Operační výsledek hospodaření (*NOPAT – Net Operating Profit After Taxes*) představuje upravený výsledek hospodaření z běžné činnosti, který je součtem provozního a finančního výsledku hospodaření před zdaněním.

K výsledku hospodaření za běžnou činnost se přičtou nákladové úroky, a to včetně těch, jež jsou zakomponovány v leasingových platbách.

Z výsledku hospodaření se dále vyloučí veškeré mimořádné položky, jako jsou změny ve způsobu ocenění majetku, manka a škody na majetku vč. nároků na jejich náhradu, položky týkající se tvorby a zúčtování rezerv na mimořádné náklady, dále náklady plynoucí z postoupení, popř. ukončení hospodaření činnosti. Za mimořádné položky lze považovat i takové, které se svou výší nebudou opakovat, např. náklady na restrukturalizaci vč. odstupného propuštěným pracovníkům v rámci restrukturalizace, položky týkající se prodeje dlouhodobého majetku, výnosy týkající se rozpouštění nevyžitých rezerv a mimořádné odpisy majetku.

Do operačního výsledku hospodaření je nutno započítat i vliv změn vlastního kapitálu, které se projeví i ve výpočtu NOA jako např. odečtení nákladů na výzkum a vývoj a jejich nahrazení odhadem odpisu aktivovaných nákladů, úpravy odpisů dle toho, jak je vykazován goodwill, vyloučení položek týkajících se tvorby a čerpání tzv. tichých rezerv, pokud ovlivnily hospodářský výsledek a započtení změn výše opravných položek na zásoby a pohledávky.

Od běžného výsledku hospodaření by se měly odečíst i výnosy z provozně nepotřebných aktiv, viz Mařík (2005).

Po provedení výše uvedených úprav je nutno zjistit upravenou daň, která představuje daň, která by byla teoreticky zaplacená z operačního výsledku hospodaření. Jedním z možných způsobů, jak získat upravenou daň, je použití skutečné splatné daně pro daný rok z výkazů, kterou navýšíme, popř. snížíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší oproti hospodářskému výsledku za účetní období z výkazu zisku a ztráty.

2.2.2.2 Stanovení NOA

Čistá operační aktiva (*NOA - Net Operating Assets*) představují upravenou hodnotu aktiv. Aktiva se snižují o neoperační aktiva (krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek nepotřebný k provozní činnosti, nemovitosti nevyužívané k hlavní činnosti podnikání,

pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku a pohledávky nedobytné, nepotřebné zásoby a zásoby, jež sice lze zařadit mezi potřebné, ale které jsou drženy v nadbytečné výši), o neúročený kapitál, o mimořádné položky a rozdíl mezi cenou účetních aktiv a jejich skutečnou cenou.

Pokud je do čistých operačních aktiv započítáván goodwill, pak se odpisy z goodwillu musí také objevit v NOPAT. NOA by měla být navýšena o leasing, neboť ten se vztahuje k majetku, který sice není součástí rozvahy, ale je provozně potřebným.

Obecně lze říci, že čistými operačními aktivy jsou všechny položky aktiv, jež jsou zachycena v rozvaze a jsou provozně nutná, a dále aktiva, jež sice nejsou v rozvaze, ale jejich charakter splňuje podmínku provozně potřebných aktiv.

3 CHARAKTERISTIKA A FINANČNÍ PLÁN FIRMY

Pro účely této diplomové práce byla vybrána společnost s ručeným omezením, společnost MONTYCON gastro, s.r.o. Společnost je oceňována z důvodu jejího potenciálního prodeje. Cílem ocenění firmy je stanovení hodnoty vlastního kapitálu, resp. určení hodnoty podniku pro majitele firmy k 1. lednu 2009.

V kapitole je představena oceňovaná společnost, konkrétně její vznik vč. krátké historie firmy a předmět podnikání dle obchodního rejstříku. Kapitola se dále věnuje analýze oceňované společnosti, a to finanční, strategické a SWOT analýze. Závěr kapitoly je věnován sestavení finančního plánu, jehož data jsou použita pro následné ocenění.

3.1 Představení společnosti

Společnost MONTYCON gastro, s.r.o. je zapsána v obchodním rejstříku dne 9. srpna 2000 a vedena pod spisovou značkou C 22944 u rejstříkového soudu v Ostravě. Firma byla založena dvěma společníky, a to Ing. Petrem Lošákem se 70 % podílem a jeho sestrou Silvií Lošákovou s 30 % podílem.

Dnes jediným společníkem a zároveň jediným jednatelem je Ing. Petr Lošák, který vložil do společnosti základní kapitál ve výši 100 tis. Kč.

V červenci roku 2009 došlo ke změně sídla společnosti z málo známé ulice Slévárenské v Ostravě-Mariánských Horách na frekventovanou a známou ulici Rudnou v Ostravě-Zábřehu. Spolu se změnou sídla se nese i přesun kancelářských prostor. Výhodou nového sídla je nejen snazší dostupnost pro potenciální zákazníky a vlastní parkoviště, ale i vytvoření nové reprezentativní předváděcí místnosti na nové adrese. Změna sídla je hlavně marketingovým tahem.

Společnost zaměstnává asi 8 stálých zaměstnanců, kteří se dělí o pozice montážních techniků, skladníků a administrativních pracovníků vč. vrcholového managementu. Společnost využívá i možnosti zaměstnávat tzv. brigádníky, a to na pomocné práce v kanceláři, skladu či na gastrofestivalech a veletrzích.

Předmětem podnikání dle obchodního rejstříku je:

- montáž, opravy, revize a zkoušky plynových zařízení a plnění nádob plyny,
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

Pod podnikatelskou činností společnosti si lze představit vybavování velkokapacitních gastro provozoven zahrnující kuchyně restaurací, hotelů, nemocnic, domovů důchodců, školních jídelen, internátů, vysokoškolských menz, bister, rychlo občerství a dalších vývařoven. MONTYCON gastro, s.r.o. vybavuje i řeznictví a výroby masných produktů, knedlíků i mražených jídel.

Firma nakupuje gastrozařízení jako konvektomaty, zařízení na pečení a uzení, na dohotovení a udržení pokrmů v expediční teplotě, na šokové chlazení a mražení, mrazící a chladící skříně a vitríny, myčky, indukční plotny a sporáky, rychlovarné parní zařízení, výrobny ledu, nerezové stoly, police i dřezy a další vybavení pro potřeby kuchyně. Společnost zaměstnává techniky, jež gastrozařízení v konkrétní kuchyni ustaví, smontují a zapojí k nim vodu, plyn, elektřinu a odpad. Společnost nabízí svým zákazníkům i servis do 24 hodin ve formě nejrůznějších oprav či odvápnění strojů. Firma má k dispozici náhradní díly většiny strojů, jež prodává, a proto i ty spolu s mycími prostředky může nabídnout svým klientům.

MONTYCON gastro, s.r.o. je na trhu deset let a jejímu dobrému jménu přidává i členství v mnoha významných asociacích jako Asociace hotelů a restaurací ČR, Asociace kuchařů a cukrářů ČR, Česko-korejský obchodní a průmyslový výbor, Česká marketingová společnost, Krajská hospodářská komora Moravského kraje a UNIHOST Ostrava (Sdružení podnikatelů v pohostinství, stravovacích a ubytovacích službách ČR).

3.2 Analýza společnosti

Pro účely ocenění je společnost MONTYCON gastro, s.r.o. analyzována pomocí strategické a finanční analýzy. Strategická analýza je rozdělena na analýzu mikroprostředí a makroprostředí. Finanční analýza je věnována finančním ukazatelům, jež charakterizují finanční zdraví firmy, a obsahuje také jeden souhrnný predikční bankrotní model.

Finanční a strategická analýza jsou provedeny z důvodu jejich vlivu na finanční plán firmy a také z důvodu rekapitalizace hospodaření firmy do data ocenění.

Kapitola je zakončena SWOT analýzou, pomocí ní lze charakterizovat silné a slabé stránky společnosti a upozorňovat na příležitosti, kterých by oceňovaná společnost v budoucnu mohla využít, a dále na ohrožení, jimž je firma vystavena.

SWOT analýza je zpracována z důvodu budoucího využití informací, jež plynou z výše uvedených analýz, a to jak současným, tak potenciálním budoucím vlastníkem oceňované společnosti.

3.2.1 Strategická analýza

Strategická analýza je rozdělena na analýzu makroprostředí a analýzu mikroprostředí.

ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ se věnuje analýze makroekonomických vlivů na hospodaření firmy (viz kapitola 2.1.1).

Hrubý domácí produkt ($HDP = GDP - \text{Gross Domestic Product}$) vyjadřuje peněžní hodnotu statků a služeb vytvořenou za sledované období, většinou rok. HDP je makroekonomickým ukazatelem, který se používá pro určování výkonnosti ekonomiky státu popř. států. Pro mezinárodní srovnání je však vhodné použít HDP na obyvatele.

Růst či pokles hrubého domácího produktu se měří tzv. **hospodářským ekonomickým růstem a poklesem**, který se vyjadřuje v procentech. Ekonomický růst představuje vzestup hospodářského potenciálu země v souvislosti s kvantitativním zvyšováním hrubého domácího produktu.

V rámci strategické analýzy se porovnává ekonomický růst s hospodařením společnosti. Vývoj ekonomického růstu (ve stálých cenách) je znázorněn v Tab. č. 3.1.

Tab. č. 3.1 – Vývoj ekonomického růstu v letech 2004 až 2008 (v %)

Rok	2004	2005	2006	2007	2008
Růst	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5

Zdroj: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr_od_roku_1989.

Z výše uvedené tabulky lze říci, že česká ekonomika v letech 2004 až 2007 byla ve velmi dobré kondici, naopak rok 2008 naznačuje přicházející ekonomickou krizi.

Pro srovnání ekonomického růstu s hospodařením společnosti byl vybrán provozní výsledek hospodaření oceňované společnosti, neboť je abstrahován od výkyvů v oblasti finančního výsledku hospodaření a změn daňových sazeb. Provozní výsledek hospodaření je v tis. Kč a jeho vývoj je znázorněn v Tab. č. 3.2.

Tab. č. 3.2 – Vývoj provozního výsledku hospodaření v letech 2004 až 2008 (v tis. Kč)

Rok	2004	2005	2006	2007	2008
Provozní výsledek hospodaření	3 225	2 720	20	1 887	-19

Zdroj: účetní výkazy společnosti za roky 2004 až 2008.

V letech 2004 až 2007 společnost vytvořila kladný provozní výsledek hospodaření. Naopak v roce 2008 na oceňovanou společnost začala doléhat finanční krize, která vedla k zápornému provoznímu výsledku hospodaření.

Z výše uvedených tabulek lze tedy říct, že hospodaření společnosti je závislé na vývoji ekonomického růstu. Výjimku tvoří rok 2006, kdy společnost dosáhla nízkého provozního výsledku hospodaření z důvodu nízké přidané hodnoty, která vznikla nejspíš ze špatného přecenění zahraničního zboží a zahraničních náhradních dílů.

V letech 2009 ani 2010 ještě stále nedošlo k odpoutání se od vlivů finanční krize na naši ekonomiku, a proto lze usuzovat, že i v těchto letech finanční plán je počítán se záporným provozním výsledkem hospodaření.

Nezaměstnanost, jako makroekonomický ukazatel, není rozebírána, neboť trend nezaměstnanosti je dán ekonomickým růstem, popř. poklesem. V případě, že ekonomika roste, klesá nezaměstnanost. V případě, že je ekonomika v recesi, nezaměstnanost stoupá. Nezaměstnanost je ukazatel, který prochází i sezónními výkyvy, ty se však opakují pravidelně každý rok, a proto nemají vliv na dlouhodobý trend.

Inflace je ekonomický vliv, který je charakteristický všeobecným růstem cenové hladiny, resp. snížení kupní síly peněz. Inflace tedy zdražuje vstupy a pro zachování ziskovosti firmy vede i ke zdražení výstupů. Vysoká inflace má ve většině případů negativní vliv na hospodaření společnosti, neboť společnosti ne vždy umí rychle zareagovat na změny inflace. Vývoj inflace je zachycen v Tab. č. 3.3, inflace je počítána z průměrných cen za jednotku v prosinci příslušného roku.

Tab. č. 3.3 – Vývoj inflace v letech 2004 až 2008 (v %)

Inflace	2004	2005	2006	2007	2008
Česká republika	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3
Německo	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8
Itálie	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5
USA	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8

Zdroj: <http://www.finance.cz/ekonomika/svetove-makroukazatele/inflace/>.

Z výše uvedené tabulky lze vyčíst, že inflace v České republice se pohybovala většinou mezi 1,9 až 2,8 %. Výjimkou je rok 2008, kdy inflace dosahovala 6,3 %. Rok 2008 je ve znamení zvýšené inflace ve všech sledovaných zemích.

Inflace v Německu se v letech 2004 až 2006 pohybovala kolem 1,8 %, v roce 2007 vzrostla o půl procentního bodu na 2,3 % a v roce 2008 také o půl procentního bodu na 2,8 %. Vývoj inflace v Německu není pro oceňovanou společnost nebezpečný, neboť inflace není výrazně variabilní.

Míra inflace v Itálii v letech 2004 až 2007 se pohybuje kolem 2,2 % bez výrazných výkyvů. Rok 2008 opět naznačuje přicházející finanční krizi v růstu inflace o 1,5 procentního bodu. Tak jako vývoj inflace v Německu, tak i vývoj inflace v Itálii nepředstavuje výrazně nebezpečí pro společnost, neboť stabilní výše inflace (s výjimkou roku 2008) představuje i snazší cenotvorbu u zboží z Německa a Itálie.

Inflace ve Spojených státech se pohybuje mezi 2,7 % až 3,8 %. Inflace ve Spojených státech má opačný trend než v České republice, v čemž lze spatřovat výhodu, neboť zvýšená cenová hladina v jedné zemi znamená snížení cenové hladiny v zemi druhé, čehož se dá využít při finančním plánování, hlavně v oblasti nákupu.

Po srovnání provozního výsledku hospodaření (Tab. č. 3.2) a inflace (Tab. č. 3.3) lze říci, že vývoj inflace v zemích, kde má společnost své dodavatele, neovlivňuje hospodářské výsledky oceňované společnosti. Důvodem je vysoká diverzifikace rizika. Společnost nakupuje ve více zemích, a proto inflace jedné země nemůže výrazně ovlivnit výsledky hospodaření firmy. Další výhodou je opačný vývoj inflace ve Spojených státech a České republice, neboť společnost může těchto rozdílů využít při strategických nákupech zboží.

Otevřenost ekonomiky je dalším makroekonomickým faktorem, jež může ovlivnit výsledky hospodaření firem. Česká republika je zemí, o které se dá říci, že ekonomika je vůči zahraničním partnerům velice otevřená.

Oceňovaná společnost nakupuje většinu zboží a náhradní díly od zemí, s nimiž jsme v celní unii, což má pozitivní vliv na nákladovost dodávek zboží.

S příchodem zahraničních investorů do České republiky je spjata i výstavba továren, skladů či logistických center, jež je spojena i s výstavbou menších či větších gastronomických provozů pro zaměstnance takových firem.

Dá se předpokládat, že pokud Česká republika bude nadále podporovat příchod zahraničních investorů a nevystoupí z celní unie, pak otevřenost ekonomiky bude dále pozitivně ovlivňovat výsledky hospodaření oceňované společnosti.

Politický vývoj, stabilita vlády, bezpečnosti či počet obyvatel a jejich věková struktura nijak neovlivňují hospodaření firmy.

Sociálně-kulturní faktory České republiky také podporují dobré jméno firmy a samozřejmě i její výnosy. Společnost MONTYCON gastro, s.r.o. nakupuje většinu zboží a k nim i náhradních dílů v zahraničních zemích, které jsou pro většinu Čechů znakem kvality.

Společnost nakupuje tedy v Americe (konkrétně obchodní značka konvektomatů a udíren Alto-Shaam), Švýcarsku (obchodní značka indukčních fritéz a sporáků Inducs) a Německu (obchodní značka konvektomatů Convothermu a šokových mrazáků Convochill).

Pro věkové složení obyvatel zde stále zůstává názor z dob komunismu, že americké zboží, jako ze západní země, je kvalitní a hlavně moderní.

Švýcarsko, jako zemi původu, pro kvalitu švýcarských hodinek většina Čechů považuje za synonymum kvality.

S Německem má sice naše Republika historicky špatné zkušenosti, ale když se jedná o ekonomiku a zboží, pak většina Čechů zapomene na staré křivdy a dovede ocenit kvalitu a výkonnost německých aut.

Pokud oceňovaná společnost nebude radikálně měnit západní dodavatele za východní, dá se konstatovat, že sociálně-kulturní prostředí bude hospodářských výsledkům společnosti nakloněno.

ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ zkoumá vliv mikroekonomických vlivů na hospodaření firmy.

Oceňovaná společnost podniká v **oboru gastronomie**. Gastronomie má své výhody i nevýhody.

Hlavní výhodou je, že gastronomie je obor, který se týká většiny obyvatel. Každý člověk je potenciálním zákazníkem restaurace či firemní kantýny. Každý člověk tedy představuje potenciální zisk zákazníků oceňované společnosti, neboť pokud restaurace budou mít hodně hostů, budou nuceny rozšířit své kapacity, a proto lze očekávat, že majitelé restaurací a hotelů se obrátí na firmy, jež propagují kvalitu a efektivní využívání energie v kuchyni.

Další výhodou je, že pohostinství na první pohled vypadá jako dobrý způsob, jak si vydělat peníze. Důkazem jsou stále nově otvírané restaurace a hospody ve městech i na vesnicích.

Nevýhody lze spatřovat v citlivosti na změny ekonomiky jako celku. Pokud je ekonomika zdravá, pak lidé si mohou dovolit část svého důchodu utratit za večeře v restauracích či za obědy ve firemních kantýnách. Pokud však přijde období krize, kdy lidé

přicházejí o práci a snaží se šetřit „kde se dá“, pak lidé vymění posezení v drahých restauracích za domácí kuchyni a obědy v kantýnách za svačiny z domu. Tento fenomén má vliv i na majitele restaurací, kteří pro nedostatek zákazníků nejen zpožďují úhrady za mycí prostředky, náhradní díly či servisní práce, ale i zamítají možnost další modernizace či rozšíření kuchyně. Finanční krize vede často i ke krachům mnoha podnikatelů, jež svůj byznys postavili na pohostinství.

Gastronomie jako obor na úrovni restaurací, kantýn, menz či řeznictví představuje jednu velkou investici na začátku podnikání a pak práci jednotlivců. Naopak gastronomie na úrovni vybavování kuchyní a vývařoven představuje daleko vyšší investici vč. vysokých investic i během fungování společnosti. Vysoké náklady tedy hodně investorů odradí od vstupu do tohoto odvětví, a proto společnost MONTYCON gastro, s.r.o. nemá hodně významných konkurentů.

Relevantní trh a také konkurenty lze spatřovat v komplexním vybavování gastro provozoven a výdejen jídla v České a Slovenské republice.

Nejvýznamnějšími konkurenty jsou firmy RETIGO, s.r.o., GASTROSUN, s.r.o. a MAVÁ spol. s r.o.

Pro stanovení podílů firem na relevantním trhu byly použity tržby, neboť náklady a výsledek hospodaření nevypovídá o množství prodaného zboží a poskytnutých služeb v Kč, ale vypovídá o efektivnosti nakládání se zdroji a hospodárnosti společnosti. Tržbami se rozumí součet tržeb za prodej zboží a výkony z výkazu zisku a ztráty z let 2004 a 2007. Pro rok 2008 nejsou zveřejněny data od společností GASTROSUN, s.r.o. a MAVÁ spol. s r.o., a proto posledním rokem pro určování podílů na relevantním trhu je rok 2007. Podíly jednotlivých firem na relevantním trhu jsou znázorněny v Tab. č. 3.4.

Tab. č. 3.4 – Podíly na relevantním trhu a vývoj celkových tržeb odvětví

Rok	2004	2005	2006	2007
MONTYCON gastro, s.r.o.	22,5%	23,6%	16,5%	13,4%
RETIGO, s.r.o.	56,1%	62,0%	56,6%	66,0%
GASTROSUN, s.r.o.	-	3,7%	7,1%	7,5%
MAVA spol. s r.o.	21,4%	10,7%	19,8%	13,1%
Celkem podíl	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Celkem tržeb v tis. Kč	283 981	249 284	341 304	373 569
Růst/pokles tržeb	-	-12%	37%	9%

Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky lze vyčíst, že společnost MONTYCON gastro, s.r.o. zabírá dnes asi 13% podíl na relevantním trhu. V roce 2004 a 2005 zabírala přes 20 % trhu, v roce 2006 už pouhých 16,5 % a v roce 2007 13,4 % podíl. V následujících letech se již nepředpokládá pokles podílu na relevantním trhu.

Nejvýznamnějším konkurentem je společnost RETIGO, s.r.o., která na trhu v letech 2004 až 2007 zabírá 56 až 66 % relevantního trhu. Velikost zabraného trhu je dána delší existencí firmy i skutečností, že firma RETIGO, s.r.o. sama vyrábí a prodává konvektomaty a další gastrozařízení značky RETIGO.

Druhým významným konkurentem je firma MAVA spol. s r.o., které klesl podíl na trhu v letech 2004 až 2007 z 21,4 % na pouhých 13,1 %.

Třetím významným konkurentem je společnost GASTROSUN, s.r.o., která zabírala v roce 2005 3,7 % podíl na trhu a v letech 2006 a 2007 přes 7% podíl na trhu. Data z roku 2004 nejsou k dispozici.

Vývoj celkových tržeb má rostoucí trend s výkyvem v roce 2005, kdy došlo ke snížení celkových tržeb o 12 %. V roce 2006 a 2007 došlo opět k růstu tržeb, a to o 37 % a 9 %. Do budoucna se dá předpokládat nižší růst odvětví, a to v průměru o 4 %.

3.2.2. Finanční analýza

Finanční analýza je provedena z účetních výkazů za roky 2004 až 2008, a to v oblastech likvidity, rentability, zadluženosti a aktivity. Ukazatele kapitálového trhu nejsou použity, neboť oceňovaná společnost je společností s ručením omezeným.

V posledním sloupci následujících tabulek jsou znázorněny průměrné hodnoty finančního ukazatele odvětví, jež jsou nejaktuálněji zveřejněny za rok 2007, a to na <http://www.mpo.cz/dokument43538.html>.

Z oblasti likvidity je propočtena **likvidita prvního, druhého a třetího stupně a čistý pracovní kapitál** (v tis. Kč). Výpočty jsou znázorněny v Tab. č. 3.5.

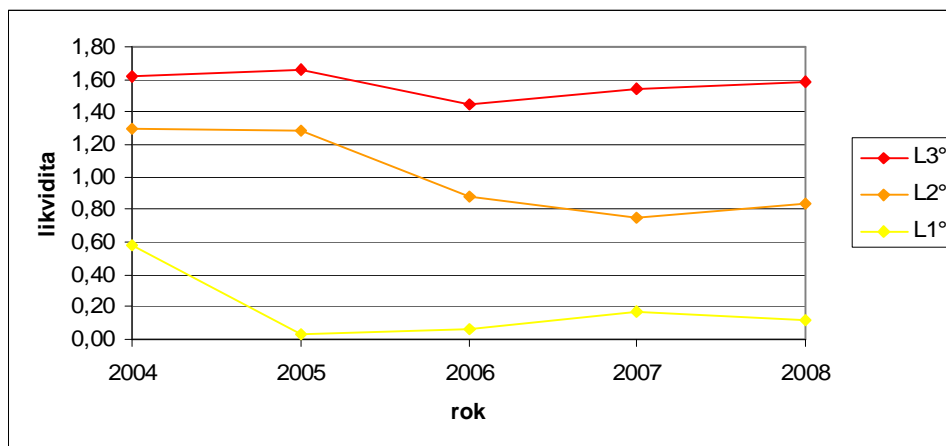
Tab. č. 3.5 – Likvidita a čistý pracovní kapitál

Ukazatel	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008	Odvětví
$L3^\circ$	(2.1)	1,61	1,66	1,45	1,54	1,59	1,22
$L2^\circ$	(2.3)	1,29	1,29	0,88	0,75	0,83	0,76
$L1^\circ$	(2.4)	0,58	0,03	0,07	0,17	0,12	0,13
ČPK	(2.2)	6 822	9 188	8 566	9 044	10 523	x

Zdroj: vlastní výpočty

Vývoj běžné, pohotové a okamžité likvidity v letech 2004 až 2008 je znázorněn na Obr. č. 3.1 a vývoj čistého pracovního kapitálu na Obr. č. 3.2.

Obr. č. 3.1 – Vývoj likvidity v letech 2004 až 2008



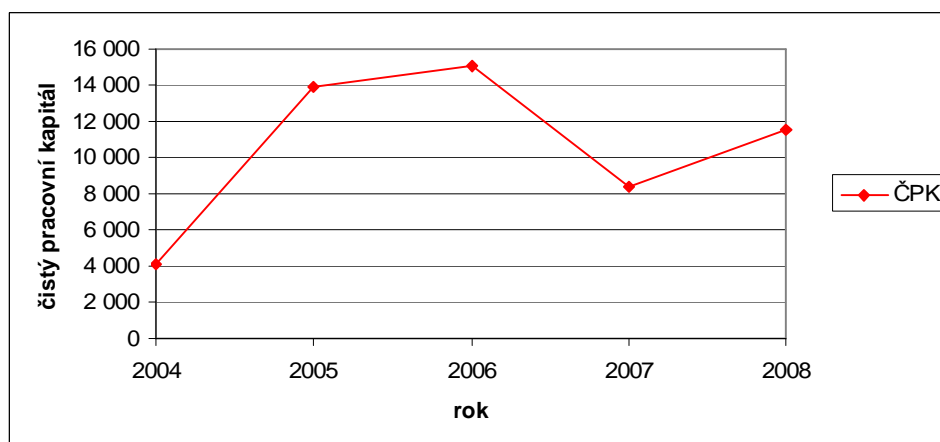
Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab. č. 3.5 a Obr. č. 3.1 lze vyčíst, že likvidita třetího a druhého stupně (běžná a pohotová) ve všech analyzovaných letech byla nad průměrem odvětví. Likvidita prvního stupně (okamžitá) v roce 2004 byla výrazně nad průměrem odvětví. Ve zbylých letech se okamžitá likvidita pohybovala okolo průměru odvětví.

Nejvyšší likvidity byly v roce 2004. Nejnižší běžná likvidita v roce 2006, pohotová v roce 2007 a okamžitá v roce 2005.

Do budoucna lze společnosti doporučit sledovat vývoj likvidity třetího stupně, je zbytečně vysoká oproti průměru odvětví.

Obr. č. 3.2 – Vývoj ČPK v letech 2004 až 2008



Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab. č. 3.5 a Obr. č. 3.2 lze vidět rostoucí trend čistého pracovního kapitálu, což je odborníky doporučeným trendem.

Rentabilita aktiv a vlastního kapitálu v letech 2004 až 2008 je znázorněna v Tab. č. 3.6.

Tab. č. 3.6 – Rentabilita

Ukazatel	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008	Odvětví
ROA	(2.5)	20,77 %	15,03 %	1,27 %	4,95 %	3,56 %	8,51 %
ROE	(2.6)	33,84 %	25,53 %	1,93 %	10,36 %	9,49 %	15,45 %

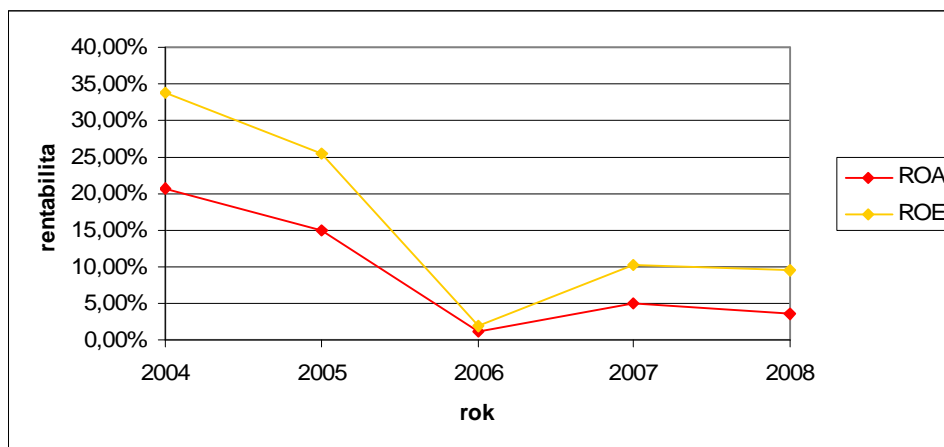
Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky lze vidět rapidní pád rentability z dvouciferných čísel k jednociferným. V letech 2004 a 2005 nabývala rentabilita oceňované firmy dvou až třinásovek průměru odvětví. V roce 2006 došlo k prudkému pádu, jež byl zapříčiněn nízkou přidanou hodnotou. Rentabilita vlastního kapitálu v následujících letech výrazně vzrostla, ovšem rentabilita aktiv vzrostla jen o pár procentních bodů.

Společnost by se více měla zaměřit na sledování přidané hodnoty a také nákladových a výnosových položek finančního výsledku hospodaření, které mívají často zásadní vliv na konečný výsledek hospodaření.

Obecně by rentabilita měla mít rostoucí trend nebo se alespoň pohybovat kolem průměru. Výsledné hodnoty však nenasvědčují ani pohybu kolem průměru ani rostoucímu trendu. Vývoj rentability aktiv a rentability vlastního kapitálu v letech 2004 až 2008 je znázorněn na Obr. č. 3.3.

Obr. č. 3.3 – Vývoj rentability v letech 2004 až 2008



Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedeného obrázku lze vyčíst, že rentabilita vlastního kapitálu je vyšší než rentabilita celkových aktiv. Rentability klesaly od roku 2004 do roku 2006 ke 1 - 2 %. V roce 2007 lze vidět pomalý nárůst obou rentabilit o 3,5 – 8 %. V roce 2008 došlo opět k mírnému poklesu rentabilit asi o jeden procentní bod.

Z oblasti zadluženosti je propočtena **celková zadluženost, zadluženost vlastního kapitálu a úrokové krytí**. Výsledky jsou znázorněny v Tab. č. 3.7.

Tab. č. 3.7 – Zadluženost a úrokové krytí

Ukazatel	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008	Odvětví
<i>Celk.zadl.</i>	(2.7)	59,96 %	59,20 %	67,67 %	64,06 %	51,86 %	63,84 %
<i>Zadl. VK</i>	(2.8)	151,63 %	146,17 %	213,06 %	178,77 %	182,80 %	x
<i>Úrok.krytí</i>	(2.9)	482,25	319,36	6,05	13,98	9,42	x

Zdroj: vlastní výpočty

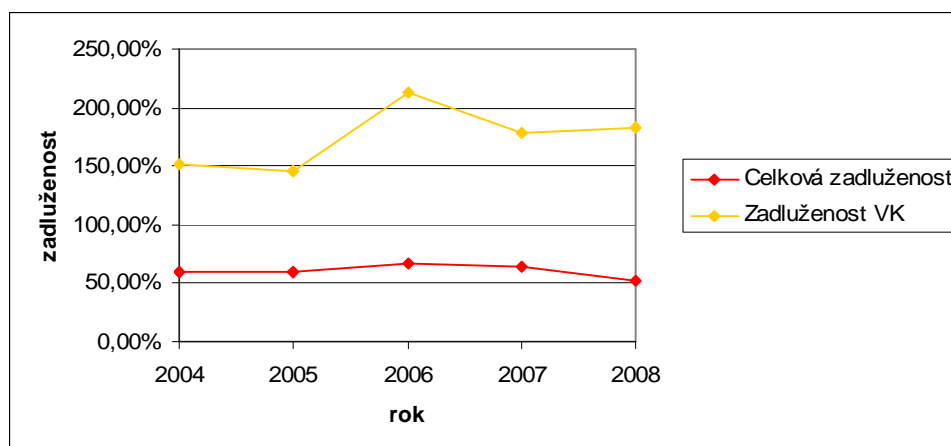
Podíl cizích zdrojů na celkových je mírně pod úrovní průměru odvětví. Celková zadluženost se tedy ve sledovaných letech pohybovala mezi 52 až 68 %.

Zadluženost vlastního kapitálu naznačuje, že společnost preferuje při financování převážně cizí zdroje před vlastními, což i naznačuje celková zadluženost v letech vždy vyšší jak 50 %. V roce 2006 společnost měla dvounásobný podíl cizí kapitálu oproti vlastnímu. Zadluženost vlastního kapitálu výrazně přesahuje doporučené hranice 80 až 120 %, což by pro společnost mohlo být do budoucna nebezpečné, neboť se zvyšující se zadlužeností rostou i nákladové úroky, neboť věřitelé podstupují s vyšší zadlužeností firmy vyšší riziko.

Úrokové krytí v roce 2004 a 2005 dosahuje výborných hodnot, neboť společnost dosahovala vysokých zisků a platila nízké úroky. Oproti tomu, roku 2006 a 2008 jsou ve znamení rapidního pádu úrokového krytí, které je dáno poklesem zisku a pomalým růstem nákladových úroků. Ve všech analyzovaných letech bylo úrokové krytí větší než 1, což znamená, že společnost zaplatila nejen nákladové úroky, ale i ostatní náklady.

Vývoj celkové zadluženosti a zadluženosti vlastního kapitálu v letech 2004 až 2008 je znázorněn na Obr. č. 3.4.

Obr. č. 3.4 – Vývoj zadluženosti v letech 2004 až 2008



Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedeného grafu plyne, že celková zadluženost se pohybovala nad hranicí 50 % a zadluženost vlastního kapitálu naznačuje preferenci cizího kapitálu před vlastním, a to v roce 2006 až dvounásobnou.

Z ukazatelů aktivity jsou propočteny **doby obratu a počty obrátek aktiv, pohledávek a závazků**. Výsledky jsou zobrazeny v Tab. č. 3.8. Doby obratu jsou ve dnech.

Tab. č. 3.8 – Doby obratu a počty obrátek

Ukazatel	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008	Odvětví
DO_A	(2.10)	104,57	143,16	179,68	189,22	258,95	x
PO_A	(2.11)	3,31	2,46	1,95	1,83	1,33	2,58
$DO_{pohl.}$	(2.10)	44,82	106,63	98,20	69,48	95,25	x
$PO_{pohl.}$	(2.11)	8,03	3,38	3,67	5,18	3,78	x
$DO_{zav.}$	(2.10)	62,71	84,75	121,59	121,21	134,29	x
$PO_{zav.}$	(2.11)	5,74	4,25	2,96	2,97	2,68	x

Zdroj: vlastní výpočty

Doporučený trend dob obratu aktiv je klesající, ale doby obratu aktiv u oceňované společnosti ve sledovaných letech rostou, což je pro společnost nepříznivé, neboť aktiva zpomalují svůj koloběh. Nejnížší doba obratu byla v roce 2004, kdy byla asi 105 dnů, čili aktiva prošly koloběhem asi 3,31 krát. Nejdelší doba obratu byla v roce 2008, kdy vzrostla asi o 2,5 násobek na 259 dnů. Počet obrátek v roce 2008 byl pouze 1,33. Počet obrátek v odvětví je 2,58. K tomuto číslu se společnost blížila pouze v letech 2004 a 2005, později se snižoval

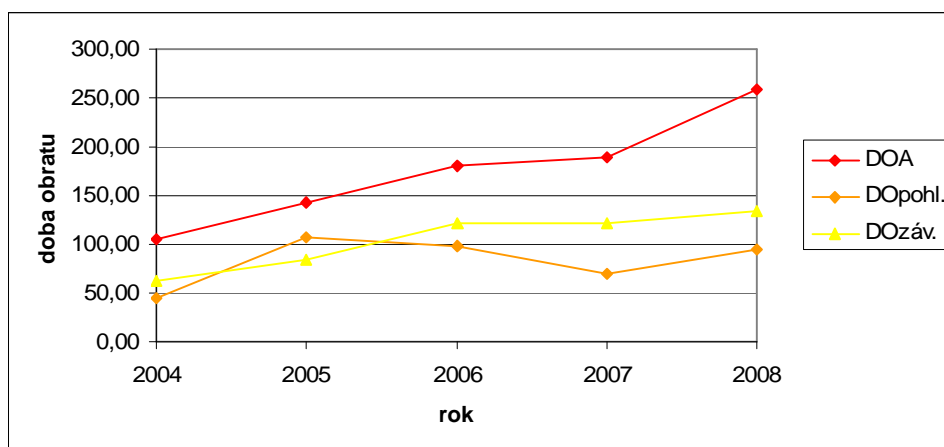
počet obrátek. Nepříznivý vývoj doby obratu aktiv a počtu obrátek aktiv je dán poklesem tržeb z asi 64 mil. na 48 mil. a růstem aktiv z asi 19 mil. na 35 mil.

Z Tab. č. 3.8 lze vyčíst i doby obratu a počty obrátek pohledávek. Doporučený trend dob obratu pohledávek je klesající a počtu obrátek rostoucí. Doby obratu neměly ve sledovaném období stabilní vývoj. Nejnižší doba obratu pohledávek byla v roce 2004, kdy byla asi 45 dnů, počet obrátek byl 8. Lze tedy říci, že v roce 2004 oceňované společnosti dlužníci spláceli pohledávky průměrně s asi 45denní splatností. Naopak nejvyšších hodnot dosáhla hned v roce 2005, kdy doba obratu pohledávek byla 107 dnů a počet obrátek pouhých 3,4. Růst v roce 2005 vystřídal pokles v letech 2006 a 2007 na 98 a pak na 69 dnů (3,7 a 5,2 počtu obrátek). Rok 2008 je opět ve znamení přicházející finanční krize, kdy odběratelé nejsou schopni splácet své závazky, a proto klesající trend pohledávek vystřídal rostoucí trend pohledávek spjatý s růstem doby obratu pohledávek na 95 dnů.

Doporučeným trendem dob obratu závazků je rostoucí trend, který oceňovaná společnost svými výsledky splňuje. Nejnižší doba obratu závazků je v roce 2004, kdy závazky společnost splácela v průměru s asi 63denní splatností, naopak v roce 2008 společnost splácela své závazky v průměru s asi 134denní splatností. Příznivý vývoj je dán růstem závazků z asi 11 mil. v roce 2004 na 18 mil. v roce 2008.

Na Obr. č. 3.5 je znázorněn vývoj dob obratu aktiv, pohledávek a závazků v analyzovaných letech 2004 až 2008.

Obr. č. 3.5 – Vývoj doby obratu v letech 2004 až 2008



Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedeného obrázku lze vidět rostoucí trend dob obratu aktiv i závazků. Lze vidět i nárůst doby obratu pohledávek mezi lety 2004 a 2005, pokles až do roku 2007 a opětovný nárůst v roce 2008.

Graf také naznačuje porušení pravidla likvidity v roce 2005, kdy doba obratu pohledávek je vyšší než doba obratu závazků. Porušení pravidla likvidity vede k tomu, že společnost za své pohledávky dostává peníze s delší dobou splatností (tedy později), než se kterou splácí své závazky.

Pro zhodnocení celkového finančního zdraví je použit predikční bankrotní model, a to Altmanův model. Hodnota Z-skóre je propočtena dle vzorce (2.12). Tab. č. 3.9 znázorňuje vývoj Altmanova Z-skóre. V tabulce je také zaznačeno, zda se jedná o firmu s nízkou pravděpodobností bankrotu (+ + +), s vysokou pravděpodobností bankrotu (+), a nebo zda je společnost v šedé zóně (+ +).

Tab. č. 3.9 – Vývoj Z-skóre

Rok	2004	2005	2006	2007	2008
Z-skóre	4,66	4,05	2,98	2,80	2,21
interval	+ + +	+ + +	+ + +	+ +	+ +

Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky lze vyčíst, že společnost v letech 2004 až 2006 je v dobré finanční formě a nedá se předpokládat její bankrot. V letech 2007 se společnost dostala do šedé zóny, ale stále byla blízko hranice 2,9 pro vstup mezi společnostmi s nízkou pravděpodobností krachu. Rok 2008 je opět ve znamení přicházející finanční krize, kdy Altmanovo Z-skóre kleslo na 2,21, společnost je sice stále v šedé zóně, ale nebezpečně rychle se blíží ke spodní hranici šedé zóny, k 1,21.

Jelikož rok 2009 je také ve znamení finanční krize, dá se předpokládat ještě další pokles Z-skóre. Pro rok 2010 se však dá očekávat pomalé vymanění se z finanční krize a také růst Z-skóre i v následujících letech.

3.2.3 SWOT analýza společnosti

Strategická a finanční analýza ukazuje na silné a slabé stránky oceňované společnosti, naznačuje také možnosti, kterých se firma může chytit, i skutečnosti, které podnik ohrožují.

Silnou stránkou společnosti je malý počet zaměstnanců a využívání brigádníků jako levné pracovní síly. Následkem jsou nerostoucí osobní náklady.

Kladem je i skutečnost, že inflace v České republice i dalších zemích, z nichž společnost nakupuje gastro zařízení, nemá vliv na hospodaření firmy. Důvodem je, že společnost nakupuje zboží z různých zemí, a proto inflace jedné z nich nemůže výrazně ovlivnit výsledky hospodaření firmy. Riziko inflace je tedy diverzifikované. Kladem je i opačný vývoj inflace ve Spojených státech a České republice, což nabízí managerům firmy možnost spekulace v oblasti nákupu zboží z těchto dvou států.

Se zahraničím se pojí další silná stránka, a to skutečnost, že MONTYCON gastro, s.r.o. je významným zástupcem v gastronomii známých zahraničních firem v České republice. Za Švýcarsko lze jmenovat Inducs, za Spojené státy Alto-Shaam, za Německo Convotherm a za Itálii LaCimbali.

Silnou stránkou jsou i reference zákazníků, u kterých oceňovaná společnost vybavovala kuchyně. Příkladem z Moravskoslezského kraje mohou být síť restaurací Kartáč, hotel Imperiál, Clarion Congres Hotel (bývalý hotel Atom), Lázně Darkov, menzy Vysoké školy báňské i kuchyně většiny školních jídelen v Moravskoslezském kraji.

Silnou stránkou společnosti je i servis do 24 hodin po celé České republice. Čas v gastronomii je velice důležitý. Kuchaři a kuchařky tedy od nahlášení poruchy do 24 hodin mají stroj opravený a mohou dále připravovat jídla strávníkům.

Z pohledu trhu lze vyzdvihnout překážky pro vstup na trhu, a to ve formě vysokých vstupních nákladů, a proto lze předpokládat, že v oboru nebude přibývat konkurentů.

Z oblasti finanční analýzy lze vyzdvihnout silnou stránku firmy v oblasti likvidity, rostoucího čistého pracovního kapitálu a přiměřené zadluženosti.

Z oblasti příležitosti lze vyzdvihnout taktický tah společnosti v roce 2009, a to přestěhování sídla a kanceláří na ulici Rudnou v Ostravě. Dosud byla společnost schovaná na jedné z mnoha malých ulic v Mariánských Horách, s téměř žádnými parkovacími a s žádnými možnostmi využití reklamy na budově sídla společnosti. Nová adresa nabízí společnosti využít všech reklamních ploch na budově i možnost snadného zaparkování klientů vedle budovy. S novým sídlem společnosti se nabízí jedna velká příležitost, a to otevření předváděcí místnosti přímo v budově sídla společnosti. Zákazníci si mohou na jednom místě vyzkoušet přípravu cappuccina, kávy, přípravu jídla v konvektomatech i udržení teploty jídla v termozásuvkách, vyzkoušet šokové chlazení, prohlédnout varianty strojů v prospektech, domluvit podmínky nákupu i podepsat kupní smlouvu.

Další příležitostí, které se společnost může chytit, je orientace na slovenský trh. Dosud společnost podniká většinou na českém trhu a slovenskému nevěnuje stejně velkou pozornost, přitom sídlo a sklady v Moravskoslezském kraji mají strategickou polohu pro dodávání zboží po České i Slovenské republice.

Společnost MONTYCON gastro, s.r.o. má také své slabé stránky. Jako hlavní v dnešní době je vztah ekonomického růstu a hospodaření společnosti. V době finanční krize i společnost dosahuje horších výsledků hospodaření.

Slabou stránkou je i zpomalování obrátkovosti aktiv. Doba obratu aktiv rychle roste, což není pro společnosti příznivým trendem.

Ohrožení plyne z výsledků finanční analýzy, mimo jiné v oblasti rentability, která je výrazně nižší, než je průměr odvětví.

Další ohrožení je v klesajícím Altmanova Z-skóre, které se pohybuje v oblasti šedé zóny ke spodní hranici.

Z oblasti aktivity je nutno upozornit na přibližování se doby obratu pohledávek a závazků, které by v budoucích letech mohlo také vést k porušení pravidla likvidity, což znamená, že společnost by nebyla schopna splácet své závazky, neboť její dlužníci by ji pozdě platili za prodané zboží a poskytnuté služby.

Vysvobozením z problémů v oblasti rentability i aktivity by bylo brzké ukončení finanční krize. Konec krize povede drobné živnostníky i majitele velkokapacitních kuchyní k investování do renovování kuchyně či k jejich novému otevření. Konec krize bude také ve znamení zlepšení platební schopnosti odběratelů. Dnes u mnoha pohledávek hrozí jejich nesplacení nebo splacení výrazně po době splatnosti.

3.3 Finanční plán

Finanční plán je sestaven na roky 2009 až 2012, a to v podobě plánované rozvahy, plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánovaného výkazu o peněžních tocích. Finanční plán vychází z účetních výkazů za roky 2004 až 2008, strategické a finanční analýzy firmy.

3.3.1 Plán rozvahy

Koncem roku 2008 společnost MONTYCON gastro, s.r.o. investovala do nákupu budovy, která dnes slouží jako administrativní budova s předváděcí místností pro zákazníky. Z důvodu takto vysoké investice společnost nepředpokládá v nejbližších čtyřech letech o dalších finančně náročných investicích.

Pohledávky za upsaných základní kapitál a časové rozlišení aktiv a pasiv se předpokládá v nulové výši.

Nepředpokládá se růst **dlouhodobého majetku** firmy z důvodu vysoké investice v roce 2008. Dlouhodobý majetek se v plánovaných letech bude snižovat o odpisy.

Z důvodu nebezpečně rostoucí doby obratu aktiv v minulých letech, společnost bude udržovat stav **zásob** na nejmenší možné výši. I s tímto rozhodnutím se však očekává nárůst hodnoty zásob v letech 2009 až 2012 o 0,5 %, 1 %, 1,25 % a 1,5 %.

Oceňovaná společnost v roce 2009 zvýšila svou činnost v oblasti efektivního vymáhání pohledávek, a proto plán **dlouhodobých pohledávek** je roven nule. Plán tedy nepočítá ani s pohledávkami po lhůtě splatnosti.

V roce 2009 společnost počítá s 4% a v dalších letech s max. 3% nárůstem **krátkodobých pohledávek**.

Výše **základního kapitálu a fondů ze zisku** se v letech 2009 až 2012 nebude měnit.

Společnost nemá v plánu tvořit v následujících letech **rezervy**.

V oblasti **dlouhodobých závazků** v roce 2009 společnost splatí část dlouhodobého bankovního úvěru ve výši 60 tis. Kč a zároveň se plánuje druhý dlouhodobý úvěr ve výši 200 tis. Kč. V roce 2010 společnost splatí zbytek prvního úvěru (57 tis. Kč) a zaplatí splátku druhého úvěru ve výši 40 tis. Kč. V následujících letech bude společnost splácet druhý úvěr po 40 tis. Kč do splacení celého úvěru.

Nárůst u **krátkodobých závazků** společnost plánuje ve výši 5 % v roce 2009, v následujících letech po maximálně 4 %. Krátkodobé bankovní úvěry tvoří asi 12 % krátkodobých závazků.

Plánovaná rozvaha na roky 2009 až 2012 je znázorněna v Tab. č. 3.10. Hodnoty jsou vyjádřeny v tis. Kč.

Tab. č. 3.10 – Plán rozvahy na roky 2009 až 2012

Rok	2009	2010	2011	2012
AKTIVA	32 178	32 889	33 632	34 553
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	5 271	5 056	4 846	4 639
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	5 271	5 056	4 846	4 639
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	26 907	27 833	28 787	29 914
Zásoby	13 545	13 681	13 852	14 060
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	13 275	13 673	14 083	14 505
Krátkodobý finanční majetek	87	479	852	1 349
Časové rozlišení	0	0	0	0
PASIVA	32 178	32 889	33 632	34 553
Vlastní kapitál	12 487	13 068	13 038	13 152
Základní kapitál	100	100	100	100
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Rezervní a ostatní fondy ze zisku	38	38	38	38
Výsledek hospodaření minulých let	9 707	12 349	12 180	12 150
Výsledek hospodaření běžného období	2 642	581	720	865
Cizí zdroje	19 691	19 821	20 595	21 401
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	257	160	120	80
Krátkodobé závazky	19 434	19 661	20 475	21 321
Časové rozlišení	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

3.3.2 Plán výkazu zisku a ztráty

Tržby za prodej zboží i náklady vynaložené na prodej zboží porostou dle předpokládaného růstu relevantního trhu o 4 %. Výjimku tvoří rok 2009, kdy jsou tržby i náklady vyšší. Důvodem je splacení zálohových faktur za větší zakázku již v roce 2008 a vytvoření časového rozlišení pasiv v roce 2008 v hodnotě 6 860 tis. Kč. (z toho výnosy příštích období v hodnotě 6 500 tis. Kč). Tržby za prodej zboží v roce 2009 jsou v hodnotě 54 453 tis. Kč (o 4 % navýšené tržby z roku 2008 + výnosy z časového rozlišení ve výši 6 500 tis. Kč). V roce 2010 jsou tržby za prodej zboží v hodnotě 49 871 tis. Kč (tržby z roku 2009 snižené o 6 500 a navýšené o 4 %). V roce 2011 jsou tržby za prodej zboží v hodnotě 51 866 tis. Kč (tržby z roku 2010 navýšené o 4 %) a v roce 2012 v hodnotě 53 941 tis. Kč

(tržby z roku 2011 navýšené o 4 %). Náklady vynaložené na prodej zboží byly vypočteny po odečtení tržeb za prodej zboží a obchodní marže.

Obchodní marže se v plánovaných letech pohybuje stejně jako v letech minulých, a to kolem 30 %.

Výkony i výkonová spotřeba je naplánována s meziročním růstem o 4 % dle růstu relevantního trhu.

Přidaná hodnota v roce 2009 je ve výši 6 907 tis. Kč, v roce 2010 dojde k poklesu na 4 323 tis. Kč, a to z důvodu velké zakázky v roce 2009, která do následujících let nemohla být započítána.

Osobní náklady a daně a poplatky jsou naplánovány bez růstů a poklesů, a to ve výši 3 600 tis. Kč pro osobní náklady a 50 tis. Kč pro daně a poplatky.

Odpisy se odpisují zrychleným způsobem dle zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů (dále jen „zákon“). Předpokládá se, že veškerý dlouhodobý majetek je ke konci roku 2008 odepsán (kromě nově pořízené budovy) a od roku 2009 se odepisuje už pouze nově pořízena budova, která je dle zákona zařazena do 6. odpisové skupiny a bude se odpisovat 50 let. Účetní odpisy se rovnají daňovým.

Provozní výsledek hospodaření je naplánován v roce 2009 ve výši 3 037 tis. Kč, v roce 2010 ve výši 458 tis. Kč, v roce 2011 ve výši 635 a v roce 2012 ve výši 820 tis. Kč. Do budoucna se předpokládá růst tohoto výsledku hospodaření.

Výnosové úroky se v následujících letech nebudou měnit, budou ve výši asi 1 tis. Kč.

U **nákladových úroků** se předpokládá jejich meziroční nárůst o 4 % stejně jako růst relevantního trhu.

Ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady nelze přesně určit, jejich rozpětí však se průměrně (bez započítání výjimečného roku 2007) pohybuje ve výši 400 tis. Kč, a proto ostatní finanční výnosy jsou určeny ve velikosti 1 500 tis. Kč a ostatní finanční náklady ve výši 1 100 tis. Kč. Jejich velikosti je však důležité věnovat zvýšenou pozornost, neboť v minulých letech často rozhodly o výsledku hospodaření za běžnou činnost. Ostatní finanční výnosy a náklady jsou převážně tvořeny kurzovými rozdíly.

U **finančního výsledku hospodaření** se předpokládá pomalý pokles, jež je dán rostoucími nákladovými úroky.

Společnost nepředpokládá výskyt **mimořádných výnosů a nákladů** v plánovaných výkazech zisku a ztráty.

Finanční krize a hospodářské výsledky minulých let naznačují možnost dosáhnutí ztráty v roce 2009. Se ztrátou se však nepočítá, a to díky rozpuštění rozvahové položky

časového rozlišení pasiv v podobě výnosů příštích období. Dalším důvodem je přechod sazby daně z přidané hodnoty (dále jen „DPH“) mezi lety z 19 % na 20 %, který bude mít za následek, že zákazníci budou chtít realizovat obchody raději v roce 2009 než v roce 2010, hlavně pak zákazníci, jež nejsou plátcí DPH. Snižování dopadů finanční krize se dá předpokládat od roku 2010, a proto se v následujících letech také předpokládá generování zisku.

V případě, že daňová sazba bude v roce 2009 20 % a v následujících letech ve výši 19 %, pak společnost předpokládá následující vývoj **výsledku hospodaření za účetní období** (čistý zisk): pro rok 2009 ve výši 2 642 tis. Kč, pro rok 2010 ve výši 581 tis. Kč, pro rok 2011 ve výši 720 tis. Kč a pro rok 2012 ve výši 865 tis. Kč.

Plánované výkazy zisku a ztráty jsou v Tab. č. 3.11. Hodnoty jsou v tis. Kč.

Tab. č. 3.11 – Plánované výkazy zisku a ztráty na roky 2009 až 2012

Rok	2 009	2 010	2 011	2 012
Tržby za prodej zboží	54 453	49 871	51 866	53 941
Náklady vynaložené na prodané zboží	37 564	35 166	36 573	38 036
Obchodní marže	16 890	14 705	15 294	15 905
Výkony	2 220	2 309	2 402	2 498
Výkonová spotřeba	12 203	12 691	13 199	13 727
Přidaná hodnota	6 907	4 323	4 496	4 676
Osobní náklady	3 600	3 600	3 600	3 600
Daně a poplatky	50	50	50	50
Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	220	215	211	206
Provozní výsledek hospodaření	3 037	458	635	820
Výnosové úroky	1	1	1	1
Nákladové úroky	136	142	147	153
Ostatní finanční výnosy	1 500	1 500	1 500	1 500
Ostatní finanční náklady	1 100	1 100	1 100	1 100
Finanční výsledek hospodaření	265	259	254	248
Daň z příjmů za běžnou činnost	660	136	169	203
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 642	581	720	865
Mimořádné výnosy	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0
Daň z příjmu z mimořádné činnosti	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	2 642	581	720	865
Výsledek hospodaření před zdaněním	3 302	717	889	1 067

Zdroj: vlastní zpracování

3.3.3 Plán výkazu o peněžních tocích

Plánovaný výkaz o peněžních tocích je sestaven na roky 2009 až 2012, a to nepřímou metodou. Nadbytečné řádky byly z výkazu odstraněny.

Finanční toky z provozní činnosti jsou v roce 2009 záporné, a to díky započtení změny časového rozlišení pasiv. V následujících letech se předpokládá kladný rostoucí trend finančních toků z provozní činnosti.

Společnost v následujících letech nepředpokládá investování svých peněžních prostředků do finančně náročných aktiv, a proto **cash-flow z investiční činnosti** jsou v plánovaných letech rovny nule.

Finanční toky z finanční činnosti se předpokládají v roce 2010 až 2012 záporné, neboť v těchto letech splátky dlouhodobého úvěru a podíly ze zisku převyšují čerpání úvěru a jiné kladné toky plynoucí z finanční činnosti podniku. Společnost neplánuje zvyšovat základní kapitál ani měnit výši dlouhodobých závazků, co jsou další důvody pro záporné cash-flow z finanční činnosti.

Plánované výkazy o peněžních tocích jsou v Tab. č. 3.12. Hodnoty jsou v tis. Kč.

Tab. č. 3.12 – Plánovaný výkaz o peněžních tocích na roky 2009 až 2012

Rok	2 009	2 010	2 011	2 012
Počáteční stav	2 161	87	479	853
Čistý zisk	2 642	581	720	865
Odpisy	220	215	211	206
Změna stavu zásob	67	135	171	208
Změna stavu pohledávek	511	398	410	422
Změna stavu krátkodobých závazků	1 554	227	814	846
Změna časového rozlišení aktiv	-808	0	0	0
Změna časového rozlišení pasiv	-6 860	0	0	0
Cash-flow z provozní činnosti	-2 214	489	1 163	1 287
Investice	0	0	0	0
Cash-flow z investiční činnosti	0	0	0	0
Změna dlouhodobých závazků	140	-97	-40	-40
Změna dlouhodobých pohledávek	0	0	0	0
Podíly na zisku	0	0	750	750
Cash-flow z finanční činnosti	140	-97	-790	-790
Celkové cash-flow	-2 074	392	373	497
Konečný stav	87	479	853	1 349

Zdroj: vlastní zpracování

4 STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI

Společnost MONTYCON gastro, s.r.o. je oceňována z důvodu jejího potenciálního prodeje. Pro ocenění byly použity výnosové metody a majetková metoda. Z majetkových metod je vybrána účetní hodnota a z výnosových metod metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty. Výnosové metody jsou propočteny ve variantě Equity. Cílem je ocenit hodnotu vlastního kapitálu k 1. lednu 2009.

Hodnoty vlastního kapitálu, které jsou zjištěné dle jednotlivých metod, jsou na konci kapitoly zprůměrovány tzv. váženým aritmetickým průměrem.

4.1 Účetní hodnota

Stanovování účetní hodnoty patří mezi majetkové metody stanovování hodnoty firmy. Účetní hodnota vlastního kapitálu je dle rozvahy k 31. 12. 2008, resp. k 1. 1. 2009 ve výši **9 845 000 Kč**.

4.2 Ocenění na bázi DCF-Equity

Pro určení hodnoty vlastního kapitálu podniku byla vybrána metoda diskontovaných peněžních toků Equity, a to za použití dvoufázové metodiky. Základem pro použití této metody je stanovení peněžních toků a nákladu kapitálu.

4.2.1 Stanovení finančních toků společnosti

Metoda diskontovaných peněžních prostředků diskontuje **volné finanční toky pro vlastníky**, které se stanovují dle vzorce (2.22). Vzorec je dále rozšířen o časové rozlišení aktiv a pasiv roku 2008, neboť jejich výše výrazně ovlivnila cash-flow firmy. Předpokládá se, že časové rozlišení aktiv má podobu nákladů příštích období a časové rozlišení pasiv má podobu výnosů příštích období. Bez započtení časového rozlišení by data pro výpočet finančních toků byly neúplné. Data jsou použity z plánovaného výkazu o peněžních tocích. Výpočet finančních toků je naznačen v Tab. č. 4.1. Hodnoty jsou v tis. Kč.

Tab. č. 4.1 – Volné finanční toky pro vlastníky

Veličina	Označení	2 009	2 010	2 011	2 012
Čistý zisk	<i>EAT</i>	2 642	581	720	865
Odpisy	<i>ODP</i>	220	215	211	206
Změna čistého pracovního kapitálu	$\Delta\text{ČPK}$	-976	307	-232	-216
Investice	<i>INV</i>	0	0	0	0
Saldo dluhu	<i>S</i>	140	-97	-40	-40
Časové rozlišení	-	-6 052	0	0	0
Volné finanční toky pro vlastníky	<i>FCFE</i>	-2 074	392	1 123	1 247

Zdroj: vlastní výpočty

Plánované volné finanční toky pro vlastníky jsou pro rok 2009 ve výši -2 074 tis. Kč, pro rok 2010 ve výši 392 tis. Kč, pro rok 2011 ve výši 1 123 tis. Kč a pro rok 2012 ve výši 1 247 tis. Kč. V roce 2009 jsou volné finanční toky pro vlastníky záporné díky započtení časového rozlišení aktiv a pasiv, resp. díky skutečnosti, že výnosy příštích období ke konci roku 2008 jsou vyšší než náklady příštích období ke konci roku 2008.

4.2.2 Stanovení nákladu kapitálu společnosti

Metoda diskontovaných peněžních prostředků diskontuje finanční toky **nákladem vlastního kapitálu**. K nákladu vlastního kapitálu se lze dostat přes následující kroky:

1. výpočet nákladu na celkový kapitál nezadlužené firmy ($WACC_U$) pomocí stavebnicového modelu, dle vzorce (2.27) - dle Ministerstva průmyslu a obchodu,
2. výpočet nákladu na celkový kapitál zadlužené firmy ($WACC_L$) za pomoci použití nákladu na celkový kapitál nezadlužené firmy, dle vzorce (2.28), viz Dluhošová (2008),
3. výpočet nákladu cizí kapitálu (R_D), jež je použit v následujícím bodě,
4. výpočet nákladu vlastního kapitálu (R_E) po doplnění do vzorce (2.26).

Pro výpočet **nákladu na celkový kapitál nezadlužené firmy** ($WACC_U$) je použita tzv. stavebnicová metoda, kdy k bezrizikové úrokové sazbě se přičítají rizikové přírážky. Rizikovými přírážkami jsou přírážka za velikost podniku, za obchodní podnikatelské riziko a za riziko plynoucí z finanční stability podniku.

Předpokládaný vývoj **bezrizikové sazby** je znázorněn v Tab. č. 4.2.

Tab. č. 4.2 – Bezriziková sazba

Veličina	Označení	2009	2010	2011	2012
Bezriziková sazba	R_F	4,67 %	3,8 %	4,0 %	4,1 %

Zdroj: www.mfcr.cz + vlastní odhad pro rok 2012

Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA}) se stanovuje dle kapitoly 2.2.1.2 a vzorce (2.29). Výpočet je znázorněn v Tab. č. 4.3. Hodnoty úplatných zdrojů jsou v tis. Kč.

Tab. č. 4.3 – Přírážka za velikost podniku

Veličina	Označení	2009	2010	2011	2012
Úplatné zdroje	UZ	15 076	15 587	15 615	15 791
$UZ > 3$ mld. Kč?	-	ne	ne	ne	ne
$UZ < 100$ mil. Kč	-	ano	ano	ano	ano
Riziková přírážka za velikost podniku	R_{LA}	5 %	5 %	5 %	5 %

Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky plyne, že riziková přírážka za velikost podniku bude v letech 2009 až 2012 ve velikosti 5 %.

Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko ($R_{podn.}$) závisí na rentabilitě aktiv – vzorec (2.5), ukazateli $X1$ - vzorec (2.30), jejich vztahu a také na vzorci pro určení přírážky (2.31). Výpočet přírážky je znázorněn v Tab. č. 4.4. Hodnoty vlastního kapitálu, bankovního úvěru, obligací, aktiv, úroků a zisku před daněmi a úroky jsou v tis. Kč.

Tab. č. 4.4 – Přírážka za obchodní podnikatelské riziko

Veličina	Označení	2009	2010	2011	2012
Vlastní kapitál	VK	12 487	13 068	13 038	13 152
Bankovní úvěry	BU	2 589	2 519	2 577	2 639
Obligace	O	0	0	0	0
Aktiva	A	32 178	32 889	33 632	34 553
Úroky	$Ú$	136	142	147	153
Parametr $X1$	$X1$	0,0247	0,0267	0,0265	0,0265
Zisk před úroky a daněmi	$EBIT$	3 438	859	1 036	1 221
Rentabilita aktiv	ROA	0,1070	0,0261	0,0307	0,0352
$ROA > X1$	-	ano	ne	ano	ano
$ROA < 0$	-	ne	ne	ne	ne
Riziková přírážka za obchod. podnik. riziko	$R_{podn.}$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky plyne, že riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko bude v letech 2009 až 2012 ve výši 0 %.

Riziková přírážka plynoucí z finanční stability ($R_{stabilita}$) se určuje dle ukazatele XL, jež se určuje dle běžné likvidity odvětví, a dle vztahu ukazatele XL a běžné likvidity podniku. Výpočet přírážky je znázorněn v Tab. č. 4.5. Běžná likvidita odvětví je 1,22 (dle Tab. č. 3.5). Běžná likvidita podniku se určí dle vzorce (2.1).

Tab. č. 4.5 - Přírážka plynoucí z finanční stability

Veličina	Označení	2009	2010	2011	2012
Běžná likvidita odvětví	$L3^{\circ}_{odvětví}$	1,22			
$L3^{\circ}_{odvětví} < 1,25$	-	ano	ano	ano	ano
Parametr XL	XL	1,25	1,25	1,25	1,25
Běžná likvidita podniku	$L3^{\circ}_{podnik}$	1,38	1,42	1,41	1,40
$L3^{\circ}_{podnik} > XL$	-	ano	ano	ano	ano
Riziková přírážka plynouc z fin.stability	$R_{stabilita}$	0 %	0 %	0 %	0 %

Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky plyne, že riziková přírážka plynoucí z finanční stability podniku bude v letech 2009 až 2012 ve velikosti 0 %.

Výpočet **nákladu celkového kapitálu nezadlužené firmy** je naznačen v Tab. č. 4.6. Výpočet je proveden dle vzorce (2.27). Bezriziková sazba a rizikové přírážky jsou použity z Tab. č. 4.2 až 4.5.

Tab. č. 4.6 – Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy

Veličina	Označení	2009	2010	2011	2012
Bezriziková sazba	R_F	4,67 %	3,8 %	4,0 %	4,1 %
Riziková přírážka za velikost podniku	R_{LA}	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Riziková přírážka za obchod. podnik. riziko	$R_{podn.}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Riziková přírážka plynouc z fin. stability	$R_{stabilita}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady celk. kapitálu nezadlužené firmy	$WACC_U$	9,67 %	8,80 %	9,00 %	9,10 %

Zdroj: vlastní výpočty

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy budou v roce 2009 ve výši 9,67 %, v roce 2010 ve výši 8,80 %, v roce 2011 ve výši 9,00 % a v roce 2012 ve výši 9,10 %.

Dalším krokem je stanovení **nákladu celkového kapitálu zadlužené firmy**, který se počítá dle vzorce (2.28). Výpočet je naznačen v Tab. č. 4.7. Úplatné zdroje a aktiva jsou uvedeny v tis. Kč.

Tab. č. 4.7 - Náklady celkového kapitálu zadlužené firmy

Veličina	Označení	2009	2010	2011	2012
Náklady celk. kapitálu nezadlužené firmy	$WACC_U$	9,67 %	8,80 %	9,00 %	9,10 %
Úplatné zdroje	UZ	15 076	15 587	15 615	15 791
Aktiva	A	32 178	32 889	33 632	34 553
Daňová sazba	X	20%	19%	19%	19%
Náklady celk. kapitálu zadlužené firmy	$WACC_L$	8,76 %	8,01 %	8,21 %	8,31 %

Zdroj: vlastní výpočty

Náklady celkového kapitálu zadlužené firmy budou v roce 2009 ve výši 8,76 %, v roce 2010 ve výši 8,01 %, v roce 2011 ve výši 8,21 % a v roce 2012 ve výši 8,31 %.

Třetím krokem je výpočet **nákladu cizího kapitálu**, který je propočten jako podíl nákladových úroků a bankovních úvěrů. Výpočet je naznačen v Tab. č. 4.8. Úroky a bankovní úvěry jsou vyjádřeny v tis. Kč.

Tab. č. 4.8 - Náklady cizího kapitálu

Veličina	Označení	2009	2010	2011	2012
Úroky	$Ú$	136	142	147	153
Bankovní úvěry	BU	2 589	2 519	2 577	2 639
Náklady cizího kapitálu	R_D	5,26 %	5,62 %	5,72 %	5,81 %

Zdroj: vlastní výpočty

Náklady cizího kapitálu budou v roce 2009 ve výši 5,26 %, v roce 2010 ve výši 5,62 %, v roce 2011 ve výši 5,72 % a v roce 2012 ve výši 5,81 %.

Čtvrtým a posledním krokem je stanovení **nákladu vlastního kapitálu** za použití vzorce (2.26). Veličiny pro stanovení nákladu vlastního kapitálu jsou znázorněny v Tab. č. 4.9.

Tab. č. 4.9 – Náklady vlastního kapitálu

Veličina	Označení	2009	2010	2011	2012
Náklady celk. kapitálu zadlužené firmy	$WACC_L$	8,76 %	8,01 %	8,21 %	8,31 %
Náklady cizího kapitálu	R_D	5,26 %	5,62 %	5,72 %	5,81 %
Zadluženost	d	8,05 %	7,66 %	7,66 %	7,64 %
Daňová sazba	X	20 %	19 %	19 %	19 %
Náklady vlastního kapitálu	R_E	9,16 %	8,30 %	8,50 %	8,61 %

Zdroj: vlastní výpočty

Náklady vlastního kapitálu v roce 2009 budou ve výši 9,16 %, v roce 2010 ve výši 8,30 %, v roce 2011 ve výši 8,50 % a v roce 2012 ve výši 8,61 %.

4.2.3 Stanovení hodnoty společnosti na bázi DCF-Equity

Hodnota vlastního kapitálu na bázi metody diskontovaných peněžních toků Equity za pomoci dvoufázové metodiky se určí dle vzorců (2.14) až (2.18). Finančním tokem jsou volné finanční toky plynoucí majiteli (viz Tab. č. 4.1) a nákladem kapitálu je náklad vlastního kapitálu (viz Tab. č. 4.9).

Nástin výpočtu je proveden v Tab. č. 4.10. Finanční toky, pokračující hodnota a hodnoty fáze a vlastního kapitálu jsou vyjádřeny v tis. Kč.

Tab. č. 4.10 – Diskontované peněžní toky

Veličina	Označení	2009	2010	2011	2012
Volné finanční toky pro vlastníky	$FCFE$	-2 074	392	1 123	1 247
Náklady vlastního kapitálu	R_E	9,16 %	8,30 %	8,50 %	8,61 %
Pokračující hodnota	PH	-	-	-	14 483
Diskontní faktor	DF	0,9161	0,8459	0,7796	0,7796
Diskontované peněžní toky	-	-1 900	332	876	11 291
Hodnota 1. fáze	V_1	-693			
Hodnota 2. fáze	V_2	11 291			
Hodnota vlastního kapitálu	V	10 599			

Zdroj: vlastní výpočty

Pro ilustraci je naznačen výpočet diskontního faktoru:

$$DF_{2009} = \frac{1}{1 + 0,0916} = 0,9161,$$

$$DF_{2010} = \frac{1}{1+0,0916} \cdot \frac{1}{1+0,0830} = 0,8459,$$

$$DF_{2011} = \frac{1}{1+0,0916} \cdot \frac{1}{1+0,0830} \cdot \frac{1}{1+0,0850} = 0,7796,$$

$$DF_{2012} = \frac{1}{1+0,0916} \cdot \frac{1}{1+0,0830} \cdot \frac{1}{1+0,0850} = 0,7796.$$

Hodnota společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. pro vlastníka, resp. hodnota vlastního kapitálu k 1. lednu 2009 zjištěna pomocí metody diskontovaných peněžních toků na bázi dvoufázové metody DCF-Equity je 10 599 000 Kč.

4.3 Ocenění na bázi EVA-Equity

Druhou metodou pro určení vlastního kapitálu je metoda ekonomické přidané hodnoty Equity, a to za použití dvoufázové metodiky.

Základem pro použití metody je stanovení čistých operačních aktiv (*NOA - Net Operating Assets*) a operačního výsledku hospodaření (*NOPAT - Net Operating Profit after Taxes*).

4.3.1 Stanovení NOA

Čistá operační aktiva (*NOA - Net Operating Assets*) představují aktiva, která se snižují o neoperační aktiva, navyšují o aktivované položky, jež nejsou vykazována, a snížena o neúročený cizí kapitál. Nástin položek pro výpočet čistých operačních aktiv je uveden v Tab. č. 4.11. Hodnoty jsou v tis. Kč.

Tab. č. 4.11 – Stanovení NOA

Veličina	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	34 702	32 178	32 889	33 632	34 553
Aktiva nepotřebná k operační činnosti	500	500	500	500	500
Aktivace položek	0	0	0	0	0
Neúročený cizí kapitál	15 734	17 102	17 302	18 018	18 762
Čistá operační aktiva (NOA)	18 468	14 576	15 087	15 114	15 291

Zdroj: vlastní výpočty

Aktiva jsou použita z finančního plánu. Aktiva nepotřebná k operační činnosti jsou tvořena nadbytečnými zásobami, jejichž velikost se odhaduje na asi 500 tis. Kč. Nadbytečné zásoby jsou tvořeny hlavně nadbytečným množstvím náhradních dílů. Neúročený kapitál představuje rozdíl mezi cizími zdroji (data použita z rozvahy k 31. 12. 2008 a finančního plánu) a bankovními úvěry (data použita z Tab. č. 4.4).

Čistá operační aktiva budou v roce 2008 ve výši 18 468 tis. Kč, 2009 ve výši 14 576 tis. Kč, v roce 2010 ve výši 15 087 tis. Kč, v roce 2011 ve výši 15 114 tis. Kč a v roce 2012 ve výši 15 291 tis. Kč.

4.3.2 Stanovení NOPAT

Operační výsledek hospodaření (*NOPAT – Net Operating Profit After Taxes*) představuje výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním upravený o modifikace dle kapitoly 2.2.2.1. Výsledek hospodaření se navyšuje o nákladové úroky, upravuje o mimořádné náklady a výnosy, dále o skutečnosti, jež ovlivnily vlastní kapitál, dále náklady a výnosy z neoperačních aktiv. Takto upravený výsledek hospodaření se dále sníží o daň z příjmů stanovenou pro roky 2009 až 2012.

Nástin položek, jež ovlivňují operační výsledek hospodaření, je vyobrazen v Tab. č. 4.1.2. Hodnoty jsou v tis. Kč.

Tab. č. 4.12 – Stanovení NOPAT

Veličina	2009	2010	2011	2012
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	3 302	717	889	1 067
Nákladové úroky	136	142	147	153
Mimořádné náklady a výnosy	0	0	0	0
Vlivy změn vlastního kapitálu	0	0	0	0
Náklady a výnosy z neoperačních aktiv	0	0	0	0
Daňová sazba	20%	19%	19%	19%
Operační výsledek hospodaření (NOPAT)	2 751	696	839	989

Zdroj: vlastní výpočty

Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a nákladové úroky jsou použity z plánovaných výkazů o zisku a ztrátě pro plánované roky. Operační výsledek hospodaření vedle nákladových úroků neovlivňují žádné další známé veličiny.

Operační výsledek hospodaření je v roce 2009 ve výši 2 751 tis. Kč, v roce 2010 ve výši 696 tis. Kč, v roce 2011 ve výši 839 tis. Kč a v roce 2012 ve výši 989 tis. Kč.

4.3.3 Stanovení hodnoty společnosti na bázi EVA-Equity

Hodnota vlastního kapitálu určena dle metody ekonomické přidané hodnoty Equity je dána součtem neoperačních, operačních aktiv a současné hodnoty ekonomické přidané hodnoty sníženým o cizí úročených zdrojů k datu ocenění.

Hodnota je vypočtena dle vzorců (2.34) a (2.36). Výpočet je naznačen v Tab. č. 4.13. Operační výsledek hospodaření, čistá operační aktiva, neoperační aktiva, úročený cizí kapitál, vlastní kapitál, ekonomická přidaná hodnota, pokračující hodnota a hodnoty fází a vlastního kapitálu jsou vyjádřeny v tis. Kč.

Tab. č. 4.13 – Hodnota vlastního kapitálu na bázi EVA Equity

Veličina	Označení	2008	2009	2010	2011	2012
Operační výsledek hospodaření	<i>NOPAT</i>	-	2 751	696	839	989
Čistá operační aktiva	<i>NOA</i>	18 468	14 576	15 087	15 114	15 291
Neoperační aktiva k datu ocenění	<i>A₀</i>	16 234	-	-	-	-
Náklad vlastního kapitálu	<i>R_E</i>	-	9,16 %	8,30 %	8,50 %	8,61 %
Úročený cizí kapitál	<i>CZ</i>	2 263	2 589	2 519	2 577	2 639
Vlastní kapitál dle pravidel EVA	<i>VK</i>	16 205	11 987	12 568	12 537	12 652
Ekonomická přidaná hodnota	<i>EVA</i>	-	1 266	-299	-229	-90
Přidaná hodnota	<i>PH</i>	-	-	-	-	-1 050
Diskontní faktor	<i>DF</i>	-	0,9161	0,8459	0,7796	0,7796
Současná hodnota EVA a PH	-	-	1 160	-253	-179	-819
Hodnota 1. fáze	<i>V₁</i>	728				
Hodnota 2. fáze	<i>V₂</i>	-819				
Hodnota vlastního kapitálu	<i>V</i>	32 349				

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnota vlastního kapitálu dle vzorce (2.36) je vypočtena takto:

$$V = 16\,205 + 728 - 819 + 16\,234 = \mathbf{32\,349 \text{ tis. Kč}}$$

Hodnota společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. pro vlastníka, resp. hodnota vlastního kapitálu k 1. lednu 2009 zjištěna pomocí metody ekonomické přidané hodnoty Equity na bázi dvoufázové metodiky je 32 349 000 Kč.

4.4 Srovnání výsledků

Společnost MONTYCON gastro, s.r.o. je oceňována z důvodu jejího potencionálního prodeje společnosti novému majiteli, a proto se zjišťuje hodnota vlastního kapitálu.

Hodnota vlastního kapitálu je zjištěna metodami diskontovaných peněžních prostředků na bázi dvoufázové metodiky, a to metodou DCF-Equity a EVA-Equity, a dále majetkovou metodou účetní hodnoty.

V Tab. č. 4.14 jsou shrnuty výsledky použitých metod a účetní hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění. K hodnotám jsou přiřazeny váhy, jež jsou stanoveny subjektivně. Hodnota vlastního kapitálu je pak vypočtena dle váženého aritmetického průměru.

Tab. č. 4.14 – Hodnota vlastního kapitálu k 1. lednu 2009

Metodika	Hodnota	Váha	Hodnota vlastního kapitálu
DCF-Equity	10 599 000	0,5	19 223 600
EVA-Equity	32 349 000	0,4	
Účetní hodnota	9 845 000	0,1	

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnota vlastního kapitálu k 1. lednu 2009 zjištěna dle metody DCF-Equity je 10 599 000 Kč a dle metody EVA-Equity 32 349 000 Kč. Účetní hodnota k 31. prosinci 2008, resp. k 1. lednu 2009 je 9 845 000 Kč.

Váhy k výsledným hodnotám jsou určeny subjektivně. Účetní hodnota pro svou nízkou vypovídací schopnost má přiřazenou nejnižší váhu, a to 0,1. Hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF-Equity má přiřazenou váhu 0,5 a dle metody EVA-Equity má přiřazenou váhu 0,4. Váha u hodnoty dle metody EVA-Equity je nižší, neboť ke dni oceňování nejsou známy všechny veličiny, jež by mohly ovlivnit základní veličiny NOA a NOPAT pro výpočet ekonomické přidané hodnoty, která představuje finanční tok k diskontování.

Po srovnání hodnot vlastního kapitálu a přiřazení vah z výše uvedené tabulky lze říci, že zjištěná **hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. k 1. lednu 2009 je 19 223 600 Kč.**

ZÁVĚR

Oceňovanou společností byla MONTYCON gastro, s.r.o. se sídlem v Ostravě. Společnost se zabývá nákupem a následným prodejem gastronomických technologií do velkokapacitních gastro provozoven spolu se službami týkajícími se montáží a servisu. Společnost se oceňovala za účelem potencionálního prodeje společnosti neznámému budoucímu majiteli.

Cílem diplomové práce bylo zjištění hodnoty vlastního kapitálu společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. k 1. lednu 2009 za pomoci metody diskontovaných peněžních prostředků a metody ekonomické přidané hodnoty. Výsledky se měly srovnat s účetní hodnotou, jež se řadí mezi majetkové metody ocenění podniku.

Pro metodu diskontovaných peněžních prostředků a metodu ekonomické přidané hodnoty byl základním prvkem finanční plán, jež byl ovlivněn finanční a strategickou analýzou oceňované společnosti.

Strategická analýza se věnovala vlivům ekonomického růstu, nezaměstnanosti, inflace, otevřenosti ekonomiky, sociálně-kulturním vlivům na výsledky hospodaření společnosti. Hospodaření společnosti je procyklicky ovlivněno ekonomickým růstem a nezaměstnaností. Inflace v zemích, v nichž nakupuje zboží, neovlivňuje výrazně výsledky hospodaření firmy. Otevřenost České republiky vůči zahraničí má na firmu pozitivní vliv. Uzavření hranic nebo pouhé zavedení cel na dovoz by mohlo mít za následek i krach společnosti. Sociálně kulturní faktory mají pozitivní vliv na dobré jméno firmy.

Součástí strategické analýzy byl i rozbor relevantního trhu. Relevantní trh se určoval dle výše tržeb oceňované společnosti a dle tržeb jejích hlavních konkurentů. Společnost MONTYCON gastro, s.r.o. zabírala dnes asi 13% podíl na relevantním trhu. Růst relevantního trhu se předpokládal v průměru kolem 4 %.

Finanční analýza rozebrala finanční zdraví společnosti v rozsahu nezbytně nutném za roky 2004 až 2008 a výsledky srovnávala s výsledky odvětví.

Ukazatele likvidity se pohybovaly kolem průměru odvětví. Výjimku tvoří likvidita třetího stupně, která se pohybovala mírně nad průměrem odvětví. Vývoj čistého pracovního kapitálu byl nestabilní, společnost by se do budoucna měla na tento ukazatel zaměřit.

Z oblasti rentability byly propočteny rentabilita aktiv a vlastního kapitálu. Vývoj těchto veličin také nebyl stabilní, neboť společnost v minulých letech dosahovala výsledku hospodaření s výraznými výkyvy. Rentabilita aktiv byla nejvyšší v roce 2004, kdy dosáhla

výše 20,77 %. Naopak nejnižší rentabilita aktiv byla v roce 2006 ve výši 1,27 %, kdy společnost dosáhla nejnižšího zisku. V posledním analyzovaném roce, v roce 2008, společnost dosáhla rentability aktiv ve výši 3,56 %. Rentabilita vlastního kapitálu měla podobný trend jako rentabilita aktiv, nejvyšší hodnoty dosáhla v roce 2004 (33,84 %) a nejnižší v roce 2006 (1,93 %). Rentabilita aktiv byla v roce 2008 ve výši 9,49 %.

Z ukazatelů zadluženosti je propočten ukazatel celkové zadluženosti, zadluženosti vlastního kapitálu a ukazatel úrokového krytí. Celková zadluženost se ve sledovaných letech pohybovala mezi 52 % - 68 %, což odpovídá i průměrné celkové zadluženosti odvětví. Zadluženost vlastního kapitálu naznačuje preferenci při financování cizích zdrojů před vlastními. Zadluženost vlastního kapitálu se pohybovala ve sledovaných letech mezi 146 % až 213 %. Vývoj úrokového krytí byl opět velice ovlivněn výsledkem hospodaření firmy, jež ve sledovaných letech nebyl stabilní. Nejvyšší byl v roce 2004 ve výši 482,25 a nejnižší stejně jako nejnižší zisk v roce 2006 ve výši 6,05.

Z oblasti ukazatelů aktivity byla propočtena doba obratu aktiv, pohledávek a závazků. Doba obratu aktiv ve sledovaných letech má negativně se vyvíjející rostoucí trend. Nejdelší doba obratu aktiv byla v roce 2008, a to ve výši asi 259 dnů. Při analýze doby obratu pohledávek a závazků bylo zjištěno, že v roce 2005 bylo porušeno pravidlo solventnosti, kdy doba obratu závazků byla kratší než doba obratu pohledávek. Do budoucna by se měla lépe hlídat doba obratu pohledávek a závazků. Řešením je i zefektivnění vymáhání pohledávek po splatnosti.

Pro zhodnocení celkového finančního zdraví byl použit predikční bankrotní model, a to Altmanův model. Výsledky modelu naznačují, že společnost se pohybovala v letech 2004 až 2006 v Altmanem stanoveném intervalu, ve kterém jsou firmy s minimální pravděpodobností krachu. V letech 2007 a 2008 se společnost dostala do šedé zóny, kdy nelze vyloučit určitou pravděpodobnost bankrotu společnosti, ale tato pravděpodobnost není nijak vysoká.

Závěr analytické části byl věnován SWOT analýze, která může sloužit i jako další nástroj pro účinné řízení rizik ve firmě a využívání silných stránek společnosti.

Na analytickou část navázal finanční plán, jenž byl základním kamenem pro výnosové metody oceňování společnosti. Ve finančním plánu se počítalo s růstem tržeb a nákladů o 4 % stejně jako růst relevantního trhu. Finanční plán také zahrnoval zefektivnění vymáhání pohledávek, jež se i ve skutečnosti realizovalo v roce 2009. Finanční plán počítá s čistým ziskem v roce 2009 ve výši 2 642 tis. Kč, v roce 2010 ve výši 581 tis. Kč, v roce 2011 ve výši 720 tis. Kč a v roce 2012 ve výši 865 tis. Kč. Výrazně vyšší zisk v roce 2009 je dán

rozpuštěním položky časového rozlišení z roku 2008, který představoval výnosy příštího období. Je naplánováno, že v letech 2009 a 2010 majitel firmy si nebude nárokovat podíl na zisku a v letech 2011 a 2012 si bude nárokovat podíl na zisku po 750 tis. Kč.

Účetní hodnota vlastního kapitálu k 31. prosinci 2008, resp. k 1. lednu 2009 je ve výši 9 845 000 Kč.

Pro metodu diskontovaných peněžních toků DCF-Equity bylo třeba stanovit vedle volných finančních toků pro vlastníky i náklady vlastního kapitálu. Pomocí stavebnicového modelu dle Ministerstva průmyslu a obchodu je stanoven náklad na celkový kapitál nezadlužené firmy, který se dále upravil na náklady na celkový kapitál zadlužené firmy. Dalším krokem bylo stanovení nákladu cizího kapitálu a jeho použití spolu s nákladem na celkový kapitál zadlužené firmy k výpočtu nákladu vlastního kapitálu.

Metoda diskontovaných peněžních toků Equity byla použita dvoufázově, kdy první fáze je naplánovaná na roky 2009 až 2011 a druhá fáze od 2012 do nekonečna. Hodnota vlastního kapitálu určena dle metody diskontovaných peněžních toků Equity je ve výši 10 599 000 Kč.

Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu za použití metody ekonomické přidané hodnoty bylo třeba stanovit čistá operační aktiva a operační výsledek hospodaření. Náklad kapitálu byl použit stejný jako u metody diskontovaných peněžních toků Equity.

Metoda ekonomické přidané hodnoty Equity byla použita dvoufázově, kdy první fáze je naplánovaná na roky 2009 až 2011 a druhá fáze od 2012 do nekonečna. Hodnota vlastního kapitálu určena dle metody ekonomické přidané hodnoty Equity je ve výši 32 349 000 Kč.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu byla určena dle váženého aritmetického průměru, kde váhy byly stanoveny subjektivně dle přesnosti metody a úplností dat k ocenění.

Zprůměrovaná hodnota vlastního kapitálu společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. k 1. lednu 2009 je přibližně 19 223 600 Kč.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Publikace:

1. BRABENEC, T. *Finanční terorie versus regulace stanovení nákladu vlastního kapitálu – dopady na menšinové akcionáře*. [online]. 2009. [cit. 2010-04-11]. Dostupný z WWW
<http://www.appraisals.cz/data/USR_045_DEFAULT/Konference_Brabenec_.pdf>.
2. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vydání. Praha: EKOPRESS, s. r. o. 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
3. DLUHOŠOVÁ, D. *Stanovení hodnoty podniku s ohledem na vliv vícefázovosti a flexibility*. [online]. 2005, září [cit. 2010-04-11]. Dostupný z WWW
<<http://www.ekf.vsb.cz/shared/uploadedfiles/cul33/Dluhosova.pdf>>.
4. DLUHOŠOVÁ, D. *Vícefázové výnosové metody stanovení hodnoty firmy*. *Ekonomická revue*, 2005, roč. 8., č. 1, s. 35 – 47. Ostrava: VŠB-TU. ISSN 1212-3951.
5. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck. 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
6. MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: Ekopress, s. r. o. 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
7. MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: Ekopress, s. r. o. 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
8. SCHOLLEOVÁ, Hana. *Hodnota flexibility: reálné opce*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2007. 171 s. ISBN 978-80-7179-735-7.
9. VALACH, J. a kol. *Finanční řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o. 2001. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

Internetové zdroje:

10. www.business.center.cz
11. www.czso.cz
12. www.euroekonom.cz
13. www.mpo.cz
14. www.wikipedie.cz

Účetní výkazy za roky 2004 až 2008 firem:

15. MONTYCON gastro, s.r.o.

16. RETIGO, s.r.o.

17. GASTROSUN, s.r.o.

18. MAVA spol. s r.o.

SEZNAM ZKRATEK

<i>A</i>	aktiva
<i>A₀</i>	neoperační aktiva k datu ocenění
aj.	a jiné
atd.	a tak dále
<i>APM</i>	arbitrážní model
<i>APV</i>	upravená současná hodnota
<i>BU</i>	bankovní úvěry
<i>CAPM</i>	model oceňování kapitálových aktiv
<i>CK</i>	cizí kapitál
<i>CK₀</i>	úročený cizí kapitál k datu ocenění
č.	číslo
<i>ČPK</i>	čistý pracovní kapitál
<i>DCF</i>	diskontované peněžní prostředky
<i>DF</i>	diskontní faktor
<i>DDM</i>	diskontovaný dividendový model
<i>DO_x</i>	doba obratu
<i>DO_{pohl.}</i>	doba obratu pohledávek
<i>DO_{záv.}</i>	doba obratu závazků
<i>EAT</i>	zisk po zdanění, čistý zisk
<i>EBIT</i>	zisk před úhradou úroků a daní
<i>EBT</i>	zisk před zdaněním, hrubý zisk
<i>EVA</i>	ekonomická přidaná hodnota
<i>FCFD</i>	volné peněžní toky plynoucí pouze věřitelům
<i>FCFE</i>	volné peněžní toky pro vlastníky
<i>FCFF</i>	volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
<i>HDP</i>	hrubý domácí produkt
<i>INV</i>	investice
Kč	korun českých
<i>KZ</i>	krátkodobé závazky
<i>L1°</i>	likvidita prvního stupně
<i>L2°</i>	likvidita druhého stupně

$L3^{\circ}$	likvidita třetího stupně
např.	například
<i>NOA</i>	čistá operační aktiva
<i>NOPAT</i>	operační výsledek hospodaření
<i>O</i>	obligace
<i>NZ</i>	nerozdělený zisk
<i>OA</i>	oběžná aktiva
Obr.	obrázek
<i>ODP</i>	odpisy
<i>PH</i>	pokračující hodnota
popř.	popřípadě
PO_x	počet obrátek
$PO_{\text{pohl.}}$	počet obrátek pohledávek
$PO_{\text{záv.}}$	počet obrátek závazků
<i>PPP</i>	pohotové platební prostředky
R_D	náklady cizího kapitálu
R_E	náklady vlastního kapitálu
resp.	respektive
R_F	bezriziková sazba
R_{LA}	přirážka za velikost podniku
$R_{\text{podn.}}$	přirážka za obchodní podnikatelské riziko
$R_{\text{stabilita}}$	přirážka za riziko vyplývající z finanční stability
<i>ROA</i>	rentabilita aktiv
<i>ROE</i>	rentabilita vlastního kapitálu
<i>S</i>	saldo dluhu
t, T	čas, doba
Tab.	tabulka
tis.	tisíc
<i>TR</i>	tržby
tzv.	tak zvaný
USA	Spojené státy americké
<i>UZ</i>	úplatné zdroje
<i>V</i>	hodnota vlastního kapitálu
V_I	hodnota první fáze

V_2	hodnota druhé fáze
vč.	včetně
VK	vlastní kapitál
VK_0	vlastní kapitál k datu ocenění (dle metodiky EVA)
X	daňová sazba
$WACC$	náklady celkového kapitálu
$WACC_U$	náklad na kapitál nezadlužené firmy
$WACC_L$	náklad na kapitál zadlužené firmy

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1 – Rozvahy společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. za roky 2004 až 2008

Příloha č. 2 – Výkazy zisku a ztráty společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. za roky 2004 až 2008

Příloha č. 1 – Rozvahy společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. za roky 2004 až 2008

Rozvahy (v tis. Kč)
ve zkráceném rozsahu

Rok	2004	2005	2006	2007	2008
AKTIVA	18 571	23 376	28 157	26 274	34 702
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	370	194	453	257	5 491
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	370	194	453	257	5 491
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	17 958	23 027	27 620	25 698	28 403
Zásoby	3 545	5 179	10 936	13 150	13 478
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	2	0
Krátkodobé pohledávky	7 959	17 411	15 389	9 646	12 764
Krátkodobý finanční majetek	6 454	437	1 295	2 900	2 161
Časové rozlišení	243	155	84	319	808
PASIVA	18 571	23 376	28 157	26 274	34 702
Vlastní kapitál	7 344	9 468	8 943	9 415	9 845
Základní kapitál	100	100	100	100	100
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní a ostatní fondy ze zisku	10	10	37	38	38
Výsledek hospodaření minulých let	4 749	6 941	8 633	8 302	8 773
Výsledek hospodaření běžného období	2 485	2 417	173	975	934
Cizí zdroje	11 136	13 839	19 054	16 831	17 997
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	177	117
Krátkodobé závazky	11 136	13 839	19 054	16 654	17 880
Časové rozlišení	91	69	160	28	6 860

Příloha č. 2 – Výkazy zisku a ztráty společnosti MONTYCON gastro, s.r.o. za roky 2004 až 2008

Výkazy zisku a ztráty (v tis. Kč)
ve zkráceném rozsahu

Rok	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby za prodej zboží	61 495	57 437	54 906	48 031	46 109
Náklady vynaložené na prodané zboží	44 214	38 385	37 288	30 762	32 513
Obchodní marže	17 281	19 052	17 618	17 269	13 596
Výkony	2 436	1 345	1 509	1 957	2 135
Výkonová spotřeba	13 839	14 487	15 224	13 624	11 734
Přidaná hodnota	5 878	5 910	3 903	5 602	3 997
Osobní náklady	2 370	3 058	3 723	3 668	3 681
Daně a poplatky	78	84	44	49	47
Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	185	163	137	197	266
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	62	21	110	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	20	-53	0	-104	-3
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	2
Ostatní provozní náklady	0	0	0	15	27
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	3 225	2 720	20	1 887	-19
Výnosové úroky	1	1	1	1	933
Nákladové úroky	8	11	59	93	131
Ostatní finanční výnosy	911	1 038	743	306	1 476
Ostatní finanční náklady	279	246	482	907	1 156
Finanční výsledek hospodaření	625	782	203	-693	1 122
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 365	1 085	125	232	169
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 485	2 417	98	962	934
Mimořádné výnosy	0	0	75	13	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Daň z příjmu z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	75	13	0
Výsledek hospodaření za účetní období	2 485	2 417	173	975	934
Výsledek hospodaření před zdaněním	3 850	3 502	298	1 207	1 103